

La Conversion des Emprunts de Guerre Anglais en 1932

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Mars 1934

PAR

François SARDA

JURY

Président : M. William OUALID, professeur.

Suffragants : M. G. PIROU.
M. R. PICARD.

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, Rue Saint-Jacques

1934



THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

L'UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

La Conversion des Emprunts de Guerre Anglais en 1932

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Mars 1934

PAR

François SARDA

JURY

Président : M. William OUALID, professeur.

*Suffragants : M. G. PIROU.
M. R. PICARD.*

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, Rue Saint-Jacques

1934



A MES GRANDS PARENTS

A MON PÈRE ET A MA MÈRE

INTRODUCTION

LES EMPRUNTS DE GUERRE ANGLAIS

*LA POLITIQUE SUIVIE APRÈS 1918
PAR LA GRANDE BRETAGNE
EN MATIÈRE DE DETTE PUBLIQUE*

Le Gouvernement Anglais s'est toujours attaché à suivre, en matière de Dette Publique, une politique inspirée de principes rigoureux. Peut-être, par désir de prestige, afin surtout de contribuer, par la bonne tenue des valeurs d'Etat, à la prospérité du marché de Londres, il a su maintenir son crédit à un niveau généralement plus élevé que celui des autres nations. La sagesse des méthodes appliquées s'est révélée à la fois dans la gestion technique de la dette (abandon des emprunts à loterie, des émissions très au-dessous du pair, des faveurs fiscales) et dans la réduction constante de son capital par l'amortissement, de ses intérêts par des conversions.

De fait, le lourd héritage des guerres contre la France et Napoléon, aggravé par la gestion défectueuse de Pitt, est allé s'allégeant au cours du XIX^e siècle : les guerres de

Crimée et du Transvaal ont été financées par des emprunts à court terme rapidement remboursés grâce à des ressources d'impôt.

Ainsi la dette de 840 millions de livres en 1818 ne s'élevait plus en 1913 qu'à 656 millions ; la charge en était passée de 32,5 millions à 24,5 millions. Pendant la même période, la population britannique avait doublé et le revenu national augmenté dans la proportion de un à six. La charge réelle de la Dette Publique — rapport des intérêts au revenu national — était, en 1913, le huitième environ de la charge réelle de 1818.

La guerre de 1914-18 devait faire disparaître ce remarquable résultat.

I

LES EMPRUNTS DE GUERRE ANGLAIS

Sans doute l'Angleterre fut-elle, de toutes les nations belligérantes, celle qui s'attacha à tirer de l'impôt les ressources les plus importantes ; toutefois, les dépenses de guerre, augmentées de prêts nombreux aux divers alliés, étaient trop considérables. Les sacrifices imposés aux contribuables ne pouvaient être suffisants.

Le Gouvernement anglais fut obligé de recourir dans une large mesure à l'emprunt.

I. — DIVERSES CATÉGORIES D'EMPRUNT DE GUERRE

Les emprunts de guerre se présentèrent sous des formes variées, qui ont conduit à trois catégories de dettes :

une dette à *long terme* — plus de dix ans, — représentée par les War Loans.

une dette à *court terme* — de un à dix ans — sous la forme d'Exchequer Bonds, Treasury Bonds, War savings certificates.

une *dette flottante* — moins d'un an — très importante pendant la guerre, et qui comprend :

les Treasury Bills, à 3 ou 6 mois,

les Ways and Means advances : ouvertures de crédit faites au Gouvernement par la Banque d'Angleterre. Ces avances correspondaient à celles faites par la Banque de France au Gouvernement français sous la forme d'émission de billets. En Grande Bretagne, il ne semble pas que les « currency notes » aient été en eux-mêmes un procédé d'emprunt ; ils ont été émis parce que la hausse des prix entraînée par l'inflation des crédits bancaires avait rendu insuffisant le chiffre des billets en circulation.

TABLEAU DES EMISSIONS DE GUERRE

Nature de l'emprunt et date de l'échéance	Date d'émission	Prix d'émission	Taux	Montant encaissé
				£
War Loan 1925-28	Nov. 1914	95	3,5 %	332.000.000
— 1925-45	Juin 1915	100	4,5 %	593.
— 1925-42	Janv. 1917	95	5 %	941.
		100	4 % (°)	
Exchequer Bonds				£
1920	Mars 1915	95 £ 18 S	3	48.000.000
1920	Déc. 1915	100	5	238.
1919	Juin 1916	100	5	34.
1921	Juin 1916	100	5	62.
1920	Oct. 1916	100	6	161.
1922	Août 1917	100	5	82.
National War Bonds				
1°	Oct. 1917	100	5	616.000.000
2°	Avr. 1918	{ 100	{ 5	483.
		{ 101,5	{ 4 (°)	
3°	Oct. 1918	{ 100	{ 5	274.
		{ 101,5	{ 4 (°)	

(°) Exempt d'income tax (tax compounded).

3. — CARACTÈRES PARTICULIERS DES EMPRUNTS DE GUERRE

La Grande Bretagne put se procurer, pendant la Guerre, des sommes considérables sans payer un intérêt très élevé, et sans masquer, par des émissions très au-dessous du pair, le taux réel de ses emprunts. Cependant, pour mieux en assurer le placement, elle fut amenée à déroger aux règles de simplicité traditionnelles : elle accorda diverses faveurs fiscales ainsi que des avantages aux porteurs d'emprunts précédents.

Avantages fiscaux.

a) L'immunité générale fut octroyée aux porteurs, non domiciliés ni résidant en Grande Bretagne, des Exchequer Bonds 1916 et 17, des National War Bonds à partir d'Octobre 1917, et plus tard, en 1919, aux souscripteurs des victory Bonds et *Funding Loan*.

Les petits porteurs de War Savings Certificates, détenant moins de 500 titres, obtinrent le même avantage.

b) Pour le War Loan de 1917, et pour les National War Bonds 1917 et 18, le souscripteur eut le choix entre un 5 % passible d'impôt et un 4 % exempt d'income tax, mais soumis à la supertax. Il n'y avait là aucune faveur car les taux d'émission étaient calculés de façon que les revenus nets des deux titres fussent sensiblement les mêmes.

c) Les divers War Loans bénéficièrent seulement d'un régime plus avantageux pour la perception de l'income tax :

Le recouvrement après déclaration du contribuable remplaçait la retenue à la source sur le montant des coupons. On évitait aux capitalistes l'inconvénient de faire l'avance de l'impôt ; et, surtout, les porteurs non soumis au plein tarif de l'income tax n'avaient plus à réclamer le remboursement du trop perçu, avec les pièces justificatives et les retards inhérents à cette procédure de remboursement.

Cependant cette faveur — la plus importante en raison du montant des titres auxquels elle s'appliquait — n'était nullement une facilité offerte à la fraude ; elle ne visait que les titres nominatifs et, d'autre part, des précautions étaient prises pour que les payeurs de coupons pussent fournir au fisc tous les renseignements nécessaires.

Avantages aux porteurs d'emprunts précédents.

Le désir de sauvegarder dans une certaine mesure les intérêts des porteurs d'emprunts précédents — et ainsi le placement des emprunts futurs — constitue l'un des traits les plus originaux de la politique anglaise : Afin de limiter la perte causée à ces porteurs par l'émission de nouveaux titres portant un intérêt plus élevé, le gouvernement britannique accorda la possibilité d'échanger les anciens titres contre des nouveaux, moyennant le versement d'une différence fixée au jour de l'émission. C'est ainsi qu'en 1915, lors de l'émission du War Loan 4 $\frac{1}{2}$ %, il fut permis de convertir les Consols et l'emprunt 3,5 % 1914.

Cette politique dura toute la guerre pour n'être abandonnée qu'en 1919. Elle est l'origine de l'importance du War Loan 5 % qui forma une masse voisine de 2 milliards de livres alors que l'émission de Janvier 1917 n'avait pas procuré au Trésor 1 milliard de capitaux nouveaux.

4. — MONTANT DES EMPRUNTS DE GUERRE

Les concessions accordées par les mesures précédentes furent au fond de faible importance si l'on considère le total des capitaux empruntés. En définitive c'est à des conditions raisonnables que l'Angleterre a pu se procurer des sommes énormes :

La dette publique de 650 millions de livres en 1914 était en effet passée au lendemain de la guerre aux environs de 7 milliards de livres — 875 milliards de francs stabilisés, la livre au pair.

Dans la composition de cette dette entrait pour une grande part une dette flottante de 1.500 millions de livres : 1 milliard de Treasury bills et 500 millions d'avances. En outre une dette à court terme encore plus considérable, supérieure à 2 milliards, laissait à la Trésorerie le souci de faire face, au cours des années suivantes, à des échéances massives.

Le Gouvernement britannique avait donc, après la guerre, deux problèmes à résoudre : la consolidation de la dette flottante et à court terme, et la réduction du capital de la Dette par l'amortissement.

II

POLITIQUE SUIVIE PAR LA GRANDE BRETAGNE APRÈS LA GUERRE EN MATIÈRE DE DETTE PUBLIQUE

I. — AMÉNAGEMENT ET CONSOLIDATION DE LA DETTE FLOTTANTE ET A COURT TERME

C'est la tâche la plus urgente et la Trésorerie anglaise s'y applique sans retard ; mais, par un fait assez curieux, elle doit proposer des conditions plus onéreuses que celles des emprunts de guerre. La stricte politique de la période d'hostilités fait place, après la victoire, à un certain laisser-aller : des émissions ont lieu très au-dessous du pair qui procurent un intérêt réel très élevé et une prime de remboursement appréciable.

Ces émissions sont les suivantes :

1° *En Janvier 1919,*

Victory Bonds, 4 % à 85, remboursables par tirage au sort de 1922 à 1990

Funding Loan 4 % à 80, remboursable de 1960 à 1990.

Le montant s'élève à 360 millions de £ pour les Victory bonds et à 410 millions pour le Funding loan.

Cependant les Exchequer bonds et National War bonds donnés en paiement pour être consolidés n'entrent dans ce montant que pour un chiffre insignifiant.

2° En Avril 1921

le Conversion Loan 3 $\frac{1}{2}$ %, remboursable à partir de 1961, doit convertir les National War bonds venant à échéance entre 1922 et 25. Les porteurs de ces derniers titres reçoivent de 160 à 163 £ de Conversion loan en échange de 100 £ de War bonds. L'intérêt réel est voisin de 6 % inconvertible pendant 60 ans.

Résultat : 264 millions de Conversion loan sont émis contre 163 millions de War bonds. Le capital de la dette se trouvant augmenté de 101 millions et la charge de 1 million. Malgré des conditions si désastreuses pour l'Etat, l'opération aboutit donc à un demi-échec.

3° En Juillet 1921,

émission de Treasury bonds 5 $\frac{1}{2}$ %, à 97, convertibles l'année suivante en Conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ %, à raison de 146 £ de Conversion loan contre 100 £ de Treasury bonds.

Cette fois, le succès est honorable : 313 millions de £ sont convertis, mais il en résulte une nouvelle augmentation de la dette.

4° A partir de 1922,

les War bonds sont consolidés par un échange contre du 5 % War Loan. L'opération se poursuit d'ailleurs jusqu'à

1928. 436 millions de War bonds sont ainsi remplacés par 459 millions de War loan.

5° *En 1924,*

le 4 $\frac{1}{2}$ % Conversion Loan est remis en échange de 5 % War Loan et de 5 $\frac{3}{4}$ % Exchequer bonds. L'émission s'élève à 210 millions : 152,5 millions pour convertir le War Loan, 103 £ du nouvel emprunt étant remis contre 100 £ de War loan ; 57,5 millions pour convertir les Exchequer bonds. Dans ce dernier cas, l'échange est fait au pair, mais les porteurs reçoivent un paiement de 2 £ 5 shillings par 100 £.

6° *Au cours de l'année 1925,*

a lieu une troisième émission de Conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ %, pour 129,6 millions de £. Le Conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ % devient ainsi, par son montant, le titre le plus important de la dette publique anglaise, après le War loan 5 %.

7° *En 1927,*

le 4 % Consol est émis, avec un fonds spécial d'amortissement, mais sans date fixe de remboursement. 133,5 millions sont remis en échange de War bonds, auxquels s'ajoutent 32,5 millions de capitaux nouveaux.

8° *Enfin, en 1929,*

79 millions d'un nouveau titre, le Conversion loan 5 %,

sont échangés contre des Treasury bonds à échéance 1930 et 154 millions souscrits en numéraire.

La longueur même des opérations de consolidation indique les difficultés rencontrées par le Gouvernement britannique. Au lieu d'émettre des emprunts d'un seul type, suivant les règles appliquées avant la guerre, la Trésorerie se trouva contrainte de proposer aux capitalistes des titres variés pour satisfaire les besoins et les goûts de chacun ; elle accepta des conditions souvent très onéreuses, surtout pour le Conversion loan de 1921, que la complication de l'échange ne suffisait pas à masquer.

Sans doute, la dette flottante était diminuée, et la dette à court terme, composée des War bonds et Exchequer bonds était complètement supprimée, mais ce résultat avait nécessité une augmentation de la dette de 280 millions de livres. Il est vrai que la charge en intérêts demeurerait à peu près la même ; d'un autre côté, les effets malheureux de la consolidation se trouvaient effacés par les réductions de la dette dues à la politique d'amortissement des gouvernements qui se succédèrent au pouvoir après la guerre.

2. — POLITIQUE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE

Pour alléger la charge de la dette, il eût été facile, au lendemain de la guerre, de consacrer la dépréciation de la livre par rapport au Dollar. Cependant, on évita la faillite monétaire, procédé jugé peu courageux et peu honnête,

afin de sauvegarder le prestige du marché de Londres, lié, croyait-on, à celui de la livre sterling. Le retour de la livre à sa parité d'avant-guerre laissait au contribuable britannique la charge intégrale d'une dette démesurément grossie qu'il importait d'amortir, par la méthode traditionnelle anglaise du « *sinking fund* ».

Si l'on écarte la méthode du Docteur Price, abandonnée après les déboires qu'avaient provoqués son application par Pitt, lors des guerres contre Napoléon, il est possible de distinguer trois types de *sinking funds*. Tous les trois ont été mis en œuvre après la guerre en Grande Bretagne.

1° *L'amortissement accidentel*

old sinking fund, par l'affectation des excédents budgétaires qui viennent à se réaliser. C'est ainsi qu'en 1921-22 un excédent de 45 millions de £ fut affecté à l'amortissement.

2° *Les fonds spéciaux d'amortissement*

special sinking funds, affectés au remboursement d'un emprunt déterminé, et dont le montant s'ajoute, chaque année, à la charge d'intérêts.

Des fonds spéciaux furent attachés aux Victory bonds, Funding loan, Conversion Loan 1921, 4 % Consols 1927.

Cependant, dans le cas de ces deux derniers titres, l'existence d'un fonds spécial constituait principalement une promesse de soutenir les cours, afin de rendre plus

facile le placement de l'emprunt : les ressources nécessaires sont fournies par le budget seulement lorsque le cours de la valeur se maintient au-dessous d'un certain chiffre, 90 pour le Conversion loan 1921, le pair pour le 4 % Consol 1927. D'après un système analogue, le War loan 5 % fut soutenu par un fonds alimenté mensuellement par le Trésor.

3° *L'Inscription au budget*

de sommes affectées à l'amortissement d'après un plan méthodique, constitue l'effort le plus important et le plus intéressant. C'est ce qu'on a appelé le *planned sinking fund*.

Ce système, créé en 1875, consistait alors dans l'application d'une somme fixe, supérieure aux intérêts à servir. Cette somme, fixée à 28 millions de £ en 1875, s'élevait, en 1913, seulement à 24,5 millions, alors que la charge en intérêts était de 22,5 millions.

Le sinking fund fut nécessairement suspendu pendant la guerre, mais repris très sérieusement après la fin des hostilités.

En 1920-21, Mr Austen Chamberlain, grâce à de lourds impôts, parvint à réaliser un excédent de 230 millions de £. Les fonds spéciaux et l'amortissement des annuités ajoutés à ce chiffre, l'effort réel d'amortissement atteignit cette année-là 255 millions de livres, somme énorme : 31 milliards de francs stabilisés, la livre au pair. Ce résultat témoignait d'un courage exceptionnel à une époque où les

autres anciens belligérants étaient encore sujets au désordre financier et monétaire.

Un tel effort ne pouvait être soutenu longtemps : l'année suivante, sur 100 millions prévus au budget, 70 purent être réalisés qui rendirent moins sensible l'augmentation de la dette due à l'émission du Conversion loan 1921. En 1922-23, en raison de la situation économique, l'amortissement fut arrêté, et la dette subit une nouvelle augmentation due aux opérations de consolidation.

La création du *New Sinking fund* par Mr Baldwin, en 1923, marqua le début d'une tentative nouvelle. Il fut décidé que 40 millions seraient affectés au sinking fund pour 1923-24 ; 45 millions pour 24-25 ; et 50 millions les années suivantes. En fait, de 1923 à 1928, ces sommes furent quelquefois augmentées par des excédents mais le plus souvent réduites par des déficits budgétaires. Ces déficits furent d'ailleurs toujours inférieurs à la provision pour l'amortissement. Le budget anglais s'est soldé chaque année avec un excédent réel.

Les résultats furent certains : tous les ans, au mois d'Avril, le Chancelier de l'Échiquier put rendre compte, dans son exposé financier, d'une légère diminution de la dette. L'effort n'avait donc pas abouti à un très grand succès, mais il était remarquable par sa continuité, dans une période où le Gouvernement avait à équilibrer un budget trop lourd et déjà grossi par les charges du chômage.

En 1928, Mr Churchill rétablit le principe de la charge fixe tel qu'il était appliqué avant la guerre. Il proposa 355 millions de £ (44 milliards de francs) alors que le service des intérêts nécessitait seulement 311,5 millions.

Mais l'amortissement fut encore ralenti par des déficits budgétaires importants auxquels vinrent remédier les mesures exceptionnellement sévères imposées par Mr Snowden en Septembre 1931. Cependant les circonstances devaient provoquer un résultat paradoxal ; l'année du redressement financier fut marquée, pour la première fois depuis huit ans, par une légère augmentation de la dette de 7 millions de £. La cause en était le remboursement des crédits étrangers, libellés en or, consentis à la Trésorerie britannique pour le soutien de la livre sterling, et dont la chute de cette dernière avait accru le montant nominal.

Conclusion

La politique du sinking fund suivie par le Gouvernement anglais s'est traduite, de 1920 à 1932 par une réduction de la dette de 409 millions de livres — soit 50 milliards de francs. — Mais, dans ce chiffre, il faut remarquer que le seul amortissement de l'année 1920-21 est plus important que le total de celui réalisé pendant les douze années suivantes.

La longue période de troubles économiques traversée par la Grande-Bretagne après la guerre a rendu impossible, malgré une série d'efforts louables, l'allègement sensible

d'une dette énorme. D'un autre côté, après la chute des prix qui a caractérisé le début de la crise économique générale, et la baisse corrélatrice des revenus, le poids réel de la dette s'est singulièrement aggravé.

Les répercussions de la crise sur les finances publiques, le développement du chômage devaient rendre plus difficile l'amortissement de la dette ; par contre l'existence d'une masse de capitaux inemployés, et la baisse du loyer de l'argent facilitèrent, en 1932, la réduction de la charge annuelle par des opérations de conversion.

Tableau N° 1

EVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE ANGLAISE

Années	Capital	Charge
1714	14.522.925 £	1.232.519 £
1793	244.720.976	9.534.738
1815	834.262.726	31.414.145
1828	800.032.286	27.167.877
1853	812.163.554	27.597.645
1880	769.851.044	29.575.264
1903	745.015.650	27.282.058
1914	649.770.091	22.618.896
1920	7.831.744.300	349.598.615

Nota. — On constate une brusque augmentation pendant les guerres contre la France jusqu'à 1815, une diminution à peu près continue pendant le XIX siècle, et enfin en 1920 une dette énorme provenant de la guerre 1914-1918.

Tableau N° 2

LA DETTE PUBLIQUE ANGLAISE APRES LA GUERRE

Année :	1920	1921	1922
Total :	7.831.744	7.585.410	7.676.595
Detenu par the N. Debt commission	2.965	11.051	21.994
Total net :	7.828.779	7.574.359	7.654.301
1923	1924	1925	1926
7.772.396	7.680.623	7.646.371	7.615.917
30.163	39.576	48.524	57.271
7.742.233	7.641.047	7.597.847	7.558.646
1927	1928	1929	1930
7.622.946	7.610.928	7.595.509	7.573.448
68.328	83.112	95.171	104.409
2.554.618	7.527.816	7.500.338	7.469.039
1931	1932		
7.529.672	7.544.235		
116.333	123.460		
7.413.309	7.420.775		

Nota. — Remarquer l'amortissement continu de 1923 à 1931. En 1932 légère augmentation due au remboursement des prêts pour le soutien de la livre.

Tableau N° 3

SITUATION DE LA DETTE BRITANNIQUE au 30 Juin 1932

(Veille de la conversion du 5 % War loan)

Funded debt	{	2 ½ % et 2 ¾ % Consols	300 millions de £
		Term annuities	12
		4 % Consolidated loan	403
		3 ½ % Conversion loan	750
		Autre dette consolidée	14
Unfunded debt	{	4 ½ % Conversion loan	369
		5 % Conversion loan	323
		3 ½ % War loan	—
		4 ½ % War loan	13
		5 % War loan	2.085
		4 % Funding loan	371
		4 % Victory bonds	209
		Treasury bonds	573
		National Savings certificates	374
Floating debt	{	Autre dette (dette extérieure)	1.085
		Treasury bills	719
		Avances temporaires	58
Total			7.658 millions de £ (°)

(°)Y compris les fonds détenues par les National Debt commissioners.

PREMIÈRE PARTIE

La conversion de 1932 Les circonstances de son intervention Ses modalités et ses caractères

I

Circonstances qui ont précédé la Conversion du War Loan en 1932

De même que le sinking fund, la réduction de l'intérêt de la dette publique par la conversion est en Angleterre une tradition parfaitement admise. L'histoire financière de ce pays révèle que la pratique des conversions y est très ancienne, que les tentatives ont été nombreuses et généralement menées à bien.

De toutes les conversions antérieures à la guerre, la plus célèbre est, à juste titre, celle qui fut exécutée par Goschen en 1888 et qui abaissa les Consols 3 % au taux de

2 $\frac{1}{2}$ %. Une tentative de Gladstone en 1853 avait subi un échec par suite de craintes de guerre en Orient. Celle de Goschen se termina par un remarquable succès ; 2 $\frac{1}{2}$ % était le taux le plus bas atteint pour des titres à long terme ; le montant des titres à convertir était de 599 millions de livres, environ les deux tiers de la Dette. Enfin le chiffre des conversions s'éleva effectivement à 550 millions.

TABLEAU
DES PRECEDENTES CONVERSIONS ANGLAISES

Date de la conversion	Auteur de la conversion	Montant à convertir (millions de livres)	Taux primitif	Taux de conversion
1717	Stanhope	—	6 %	5 %
1749	Pelham	—	4 %	3 %
1822	Vansittart	150 millions	5 %	4 %
1824	Robinson	76 »	4 %	3 $\frac{1}{2}$ %
1830	Goulburn	4 % Vansittart	4 %	3 $\frac{1}{2}$ %
1834	Althorp	10 mill. annuities	4 %	3 $\frac{1}{2}$ %
1844	Goulburn	248 millions	3 $\frac{1}{2}$ %	3 %
1888	Goschen	599 millions	3 %	2 $\frac{1}{2}$ %

Il était certain que le Gouvernement anglais, pour se conformer à une tradition bien établie, s'efforcerait de convertir les emprunts de guerre émis à un taux trop élevé, dès que l'opération serait possible.

Causes du retard apporté à la Conversion.

Cependant, quatorze années devaient s'écouler après la fin des hostilités avant qu'intervint une conversion susceptible d'entraîner une économie sensible sur la charge de la dette. Les raisons de cette attente étaient multiples :

Tout d'abord, dans les conditions d'émission de nombreux emprunts, le gouvernement s'était interdit le remboursement pendant un délai qu'il fallait respecter ; d'autres emprunts émis après la guerre au-dessous du pair, à un taux nominal peu élevé, étaient difficilement convertibles. D'autre part, le premier problème à résoudre était la consolidation, et l'on a vu que des opérations qualifiées alors de conversion s'étaient traduites, non par une économie, mais par une dépense supplémentaire.

Les conditions générales étaient aussi défavorables : la demande des capitaux après la guerre, la politique anglaise de prêts faciles à l'étranger, maintenaient le loyer de l'argent à un niveau très élevé, même pour les placements à court terme.

Il apparaissait évident que le titre le plus intéressant au point de vue d'une conversion, à la fois par son montant et par son taux d'intérêt élevé, était le War loan 5 %, émis en 1917, remboursable à partir de 1929. En fait, à partir de cette date, des allusions étaient faites au Parlement, à intervalles réguliers, sur la nécessité de réduire l'intérêt de la dette. Lord Reading alla même jusqu'à pro-

poser une réduction obligatoire; mais cette proposition était trop contraire aux principes traditionnels pour être considérée sérieusement; il fallait attendre qu'une conversion fût possible.

Cependant l'importance même du War loan 5 % (plus de 2 milliards de livres, environ 250 milliards de francs) rendait l'entreprise très délicate; il était même conseillé, dans les milieux financiers, de morceler préalablement l'emprunt. Du moins, il était nécessaire que l'opération fut tentée seulement dans d'excellentes conditions.

Le projet Snowden de 1931.

Au mois d'Avril 1931, le Chancelier de l'Echiquier, Mr Snowden fit, dans son exposé financier, une allusion, assez vague, il est vrai, à la possibilité d'une conversion. Au cours du mois suivant, la rumeur se précisa à laquelle les circonstances donnèrent un sérieux fondement: des capitaux considérables se trouvaient alors en Angleterre, le 5 % dépassait largement le pair et atteignait 104. Enfin, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était seulement à 2 $\frac{1}{2}$ %. La conversion ne fut cependant pas réalisée: la confiance du public laissait à désirer en raison de la situation, estimée peu satisfaisante, des finances publiques, et des charges qu'entraînait la politique du « dole », avec un nombre sans cesse accru de chômeurs.

En outre, il était, à ce moment-là, impossible de convertir au-dessous de 4 %, et encore ce taux était-il le taux minimum, puisque le 3 $\frac{1}{2}$ % Concession loan était coté seulement aux environs de 85. Or une conversion s'accompagne, en général, d'une promesse de ne point convertir pendant un certain temps. Il eût été finalement peu avantageux de vouloir, pour trop se hâter, s'interdire le profit des circonstances plus favorables qui pouvaient survenir par la suite. Enfin et surtout, survint à ce moment la faillite du Crédit Anstalt Autrichien qui marqua le commencement de la débâcle financière en Europe centrale pendant l'été de 1931.

Mr Snowden fut donc sans doute avisé en laissant échapper cette prétendue occasion. Dans le discours qu'il prononça le 10 Septembre 1931, lors des mesures de redressement financier, il fit la déclaration suivante : « Certains milieux ont exprimé leur déception parce que nous n'avons pas réalisé cette opération plus tôt, cette année, Les cours étaient favorables, mais nous avions, déjà alors, à faire face à la menace de troubles monétaires en Autriche et en Allemagne, présage qui s'est malheureusement révélé exact. Notre situation présente est difficile ; mais elle aurait été nettement impossible, si nous avions assumé le risque d'avoir à trouver 2.000.000.000 £ pour rembourser cette dette ».

Dans ce même discours, Mr Snowden exprimait sa volonté d'opérer la conversion, et il réclamait, dans ce but,

une provision. En outre, il exposait les lignes générales de son projet :

1. Un délai de trois mois — minimum de préavis — est accordé aux porteurs du War loan 5 % pour faire connaître leur décision. Le silence est considéré comme un consentement. Il est cependant nécessaire que la Trésorerie ait plus de trois mois pour effectuer le remboursement des titres non convertis.

2. Les caractéristiques principales du War loan sont maintenues, en particulier l'absence de perception à la source pour l'income tax.

3. La Conversion doit être accompagnée par des mesures de détail de nature à faciliter l'opération.

La chute de la livre sterling. Le redressement qui l'a suivie.

Mr Snowden ne devait pourtant pas être appelé à réaliser son projet. Les événements financiers se précipitèrent : le 21 Septembre 1931, onze jours à peine après la déclaration du chancelier, l'évasion massive des capitaux hors du pays obligeait la Banque d'Angleterre à demander au gouvernement la suspension de l'étalon-or.

La chute de la livre sterling devait inévitablement entraîner celle des valeurs d'Etat britanniques, chute qui devait porter de 100 à 95, en une semaine, le cours du 5 % War loan. En effet, il était alors impossible de déterminer

quelles seraient la dépréciation de la livre, l'inflation possible, la hausse des prix. De plus, une grande partie de l'opinion publique était persuadée que le commerce et l'industrie britannique seraient favorisés par l'abandon de l'étalon-or. C'étaient là autant de raisons d'abandonner les valeurs d'Etat pour acheter des parts industrielles à revenu variable. La Conversion se trouvait ainsi rapportée à une date indéterminée et qui paraissait lointaine.

Cependant le gouvernement anglais ne tarda pas à retrouver son crédit ; il avait su, sagement, éviter toute inflation ; il était parvenu à maintenir le pouvoir d'achat de la livre à l'intérieur du pays. Le budget anglais était l'un des rares budgets européens demeurés en équilibre malgré la crise. La confiance revenue, les capitaux devaient refluer vers le marché de Londres et le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, élevé à 6 % en Septembre, pouvait être progressivement réduit.

D'autre part, la baisse de la livre sterling n'avait pas entraîné, au point de vue du commerce, les effets heureux escomptés, et les placements sûrs étaient à nouveau les plus recherchés. Le cours du 5 % War loan se releva donc, pour atteindre le pair dès Février 1932, le dépasser au courant du mois de Mars.

Un autre indice de l'amélioration du crédit de l'Etat anglais se trouva dans la baisse rapide du taux de renouvellement des Treasury bills ; le taux moyen des Treasury bills qui était de 4 % en Août 1931, s'éleva à 5,5 % après l'aban-

don de l'étalon-or ; il descendit à 5 % en Janvier 1932, au-dessous de 4 % en Février, à 3 % en Mars, à moins de 2 % en Avril.

La conversion paraissait donc à nouveau possible ; mais dans son « budget speech » du 19 Avril 1932, le nouveau Chancelier de l'Echiquier, Mr Neville Chamberlain, ne fit aucune allusion à son sujet.

L'amélioration des conditions générales se poursuivait cependant ; et « l'Economist » dès le mois de mai, put conseiller une conversion rapide à 4 % :

« Il y a douze mois — écrivit l'« Economist » — quand
« le taux d'escompte se trouvait à 2 $\frac{1}{2}$ %, et avant que la
« chute du Credit Anstalt n'eut signalé le début de la crise
« financière, la question de la conversion du War loan 5 %
« occupait activement l'attention de la Cité comme une
« opération de politique pratique. Aucune décision ne fut
« alors prise par la Trésorerie. On devait voir, pendant
« l'été, une tension financière grandissante et une sortie de
« capitaux étrangers qui nous fit abandonner l'étalon-or.
« L'occasion, brève, et peut-être jamais convaincante, était
« manquée. Aujourd'hui cependant, la possibilité d'une
« conversion est revenue, avec des conditions qui donnent
« plus de confiance que l'année dernière. Les titres du
« gouvernement sont à une base de 4 %... Il a été exprimé
« que la Trésorerie ferait bien d'attendre jusqu'à ce que la
« conversion soit effectuée à une base de 3 $\frac{1}{2}$ % au plus.
« A ce point de vue nous voyons de sérieuses objections :

« bien que la situation actuelle soit caractérisée par une
« baisse rapide du taux des capitaux à court terme, la suite
« des événements présente une grande insécurité..... Il ne
« faut pas risquer à nouveau de manquer l'occasion ».

Les petites Conversions

qui ont précédé celle du War Loan 5 %.

Cette occasion, le gouvernement anglais n'était certes pas disposé à la laisser échapper dès qu'il la jugerait opportune. Depuis plus d'un an déjà, il avait su tirer parti des circonstances pour rembourser des emprunts et les remplacer par des titres portant un intérêt moins élevé ; et, si les économies qui avaient été obtenues des opérations effectuées étaient peu importantes par rapport à l'ensemble du budget, elles n'étaient pas à négliger en période de crise.

Ces opérations furent les suivantes :

1. *En Février 1931, remboursement de*

24.568.000 £ *de Treasury bonds* 5 $\frac{1}{2}$ %
par du 4 $\frac{1}{2}$ % *Concession loan*, et de
75.100.000 £ *de War loan* 4 % *Tax compounded*
plus 11.037.000 £ *de Treasury bonds* 4 $\frac{1}{2}$ %
par des *treasury bonds* 4 % 1934-36.

Le bénéfice annuel de l'ensemble de ces opérations s'élevait approximativement à 900.000 £, environ 1.120

millions de francs ; la plus grande partie, 650.000 £, provenait de la substitution d'un titre taxable au War loan 4 % exempt d'income tax.

2. *Conversion des « National Savings Certificates »* effectuée du 18 Janvier au 31 Mars 1932. Furent convertis 150 millions de £ de National Savings Certificates rapportant un intérêt de 5 £, 6 shillings, 2 pence pour 100 £.

Les porteurs eurent à choisir entre les cinq hypothèses suivantes :

1. Maintien des titres existants jusqu'à 1940.

2. Achat de nouveaux certificats — au maximum 500, au prix de 16 shillings.

3. Remboursement par des Conversion issue certificates, 4 % exempts d'impôt sur le revenu.

4. National savings bonds 4 %.

5. Conversion loan 4 $\frac{1}{2}$ %, 1940-44, compté 5 % au-dessous du prix courant du marché au jour de la conversion.

Le résultat était une légère économie pour la Trésorerie.

3. *Conversion des Treasury bonds* 4 $\frac{1}{2}$ %. Elle fut effectuée au début de 1932 sur 116,5 millions de £ à échéance au 15 Avril.

L'échange des Treasury bonds put se faire contre deux catégories de titres :

1. du *Conversion loan* 4 $\frac{1}{2}$ %, à raison de 92 £ 12 shillings 6 pences de Conversion loan pour 100 £ de Treasury bonds.

2. du 4 % *Consol*, à raison de 107 £ de *Consol* pour 100 £ de *Treasury bonds*.

Ici encore l'opération se traduisait par un très léger bénéfice, car le taux offert était un peu au-dessous de 4 $\frac{1}{2}$ %, taux des *Treasury bonds* convertis.

Le succès de ces diverses opérations aurait dû inciter le Gouvernement à en entreprendre de nouvelles d'une plus grande envergure, et surtout la conversion du *War loan* 5 %. Cependant le Gouvernement ne paraissait pas prêt à se décider avec la hâte préconisée par l'*Economist*. le 15 Juin, le Chancelier fit une déclaration dans laquelle il estimait que le moment n'était pas encore venu.

La Conversion faisait donc l'objet de rumeurs dans la Cité, qui pouvaient n'être pas plus consistantes que celles qui s'étaient répandues auparavant ; elle devait pourtant être votée quinze jours plus tard.

II

La Conversion du War loan : Exposé du Chancelier de l'Echiquier Modalités et Caractères

Il semble que la conversion ait été rapidement décidée, après la hausse brutale des valeurs d'Etat dans la dernière quinzaine de Juin ; le War loan 5 %, déjà au-dessus du pair, demeura aux environs de 102, mais le Conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ %, par exemple, qui était coté 88 $\frac{1}{2}$ le 15 Juin, monta jusqu'à 90 le 22, pour atteindre 93 le 29 Juin. D'autre part, la surabondance des capitaux à court terme permit la baisse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre à 2 %, le plus bas depuis 1897. Les conditions étaient donc les plus favorables depuis la guerre, et il fallait en tirer parti sans tarder.

Il est évidemment difficile de déterminer dans quelle mesure et par quels moyens la hausse des titres d'Etat fut provoquée par le gouvernement, et de savoir si la baisse du taux d'escompte fut l'aboutissement des circonstances ou seulement une mesure préparatoire à la conversion. De toute façon, si, comme il est vraisemblable, le Gouvernement exerça une action, cette action demeura cachée et le

secret en fut parfaitement gardé jusqu'au dernier moment. On chercherait en vain dans le *Times* du 30 Juin l'annonce du discours que le Chancelier prononça le soir même pour faire connaître sa décision de procéder à la conversion. Dans ce discours, très bref et très clair, M. Neville Chamberlain donna les raisons qui l'avaient décidé à convertir :

Exposé du Chancelier de l'Echiquier.

« On a parlé de conversion pendant longtemps ; et
« cela était naturel, car il devenait chaque jour plus évident que le taux de 5 % était sans rapport avec l'intérêt
« des autres titres d'Etat. De plus, le maintien d'un taux
« ancien du temps de guerre, attaché à une masse aussi
« considérable de valeurs, planant comme un nuage au-
« dessus du marché des capitaux, était une source de dé-
« pression, et de gêne pour le développement du commer-
« ce. Néanmoins, le choix du moment opportun pour ten-
« ter une aussi vaste entreprise appelle les considérations
« les plus attentives, et la décision finale de faire cette
« déclaration ce soir n'est intervenue qu'après l'examen et
« le rejet de nombreuses alternatives ».

« Je puis, peut-être donner à la Chambre certaines des
« raisons qui m'ont convaincu de la nécessité d'une action
« prompte : Tout d'abord, l'économie est une matière
« urgente ; ce plan qui réalise une réduction importante
« de nos dépenses d'intérêt est un élément essentiel de nos
« propositions d'économie.

« En second lieu, je prévois qu'une réduction générale du niveau des charges d'intérêt apportera des bénéfices importants à l'industrie par la possibilité qu'elle aura d'obtenir, plus facilement et dans de meilleures conditions, les capitaux dont elle a besoin. On s'accorde généralement à reconnaître que l'existence d'une masse importante de titres d'Etat à 5 % est un obstacle qui empêche artificiellement une baisse des taux d'intérêt à leur niveau naturel.

« Troisièmement, nous sommes dans une position favorable, car les mérites des titres du gouvernement britannique par rapport aux autres placements anglais ou étrangers, n'ont jamais été plus largement reconnus dans le monde qu'en ce moment. Cela, comme la Chambre le comprendra, est un facteur essentiel du succès d'une telle opération.

« Quatrièmement, tandis que nous avons la possibilité d'atteindre immédiatement les résultats d'une importance que j'ai indiquée, je considère qu'aucun nouveau délai ne serait justifié soit par la perspective d'une économie plus grande, soit par l'espoir que la conversion pourrait devenir plus facile dans l'avenir..... »

Mr Chamberlain rendait aussi hommage à Lord Snowden, pour la part qu'il avait prise dans l'élaboration du plan. Les modalités adoptées pour la Conversion se conformèrent en effet entièrement au projet Snowden de Septembre 1931.

Modalités de la Conversion.

L'emprunt de guerre 5 % (1929-47) est remboursé au pair le 1^{er} Décembre 1932 avec les intérêts dûs jusqu'à cette date.

Les porteurs sont invités à convertir en un emprunt 3 $\frac{1}{2}$ % à partir du 1^{er} Décembre 1932. Cette émission n'aura pas de date fixe de remboursement ; mais le gouvernement a le droit de la rembourser, en tout ou en partie, seulement à partir du 1^{er} Décembre 1952 ; il garantit donc 3 $\frac{1}{2}$ % pendant 20 ans. Aucun fonds spécial d'amortissement n'est attaché au nouvel emprunt ; la charge en est inscrite au fonds consolidé.

La notification du désir de convertir intervenue avant, ou au plus tard, le 31 Juillet 1932, donne aux porteurs le droit à une prime en numéraire — « cash bonus » — de 1 %, payable dans les 14 jours de leur acceptation. Ce délai du 31 Juillet est prolongé en faveur des porteurs qui pourront justifier de leur absence ou de l'absence d'un des co propriétaires des titres.

Les porteurs qui au 30 Septembre n'auront pas notifié le désir d'être remboursés le 1^{er} Décembre 1932 seront considérés comme ayant accepté la conversion.

Ainsi les porteurs bénéficient du délai minimum de préavis : 3 mois ; mais la Trésorerie dispose encore de deux mois pour se procurer les fonds nécessaires au paiement des titres demandés au remboursement.

Les titres non convertis cessent d'être transférables après le 30 Septembre 1932. C'est là une mesure de détail destinée à faciliter le travail de la Trésorerie, qui n'aura pas à s'inquiéter des changements possibles des bénéficiaires du remboursement.

Caractères principaux de la Conversion.

Les caractères généraux de la Conversion paraissent être principalement sa simplicité et son audace. Le plan adopté présente en outre une particularité technique remarquable : la prime en numéraire ou « cash bonus ».

Simplicité.

L'opération est simple car elle se borne à l'échange d'un titre rapportant un intérêt de 5 % contre un titre analogue à 3 $\frac{1}{2}$ % : aucune soulte à verser par le porteur ; aucune modification du capital de la dette puisque l'échange est fait au pair sur un même nombre de titres.

D'autre part les caractéristiques principales de l'ancien emprunt demeurent dans le nouveau ; en particulier l'avantage de ne pas payer l'impôt par voie de retenue sur le coupon. Cependant, à certains égards, le nouveau titre est moins avantageux que l'ancien :

Le War loan 5 % devait être remboursé entre 1929 et 1947 ; le remboursement du 3 $\frac{1}{2}$ %, s'il ne peut avoir lieu

avant le 1^{er} Décembre 1952, ne fait l'objet d'aucune date limite. Il est certain que la Trésorerie a voulu éviter aux gouvernements futurs le souci d'avoir un jour à rembourser la totalité du War loan, pour le cas où ce dernier viendrait à baisser. Goschen avait pris la même précaution en 1888.

Les porteurs ne sont plus admis à donner leurs titres d'emprunt en paiement des droits de succession « death duties »).

Aucun fonds n'est attaché au soutien du War loan 3 $\frac{1}{2}$ %. Le texte officiel déclare : « La mise de côté des « sommes mensuelles destinées à former un fonds pour « l'achat de titres de l'emprunt, afin de le garantir contre « une dépréciation, n'aura plus lieu. Le solde de ce fonds « cessera d'être applicable à cet effet ».

Ces divergences de détail n'empêchent d'ailleurs pas que la ressemblance entre les deux tiers demeure à peu près complète. C'est pourquoi la loi de conversion invite les porteurs non à convertir, mais à « continuer » l'emprunt (continue in the loan).

La simplicité du système réside encore dans le fait que le porteur a le choix seulement entre deux solutions : le remboursement ou le nouveau War loan 3 $\frac{1}{2}$ %. Jusque là, pendant les opérations de consolidation, ou lors des petites conversions du début de 1932, la Trésorerie s'était toujours attachée à présenter une gamme variée de titres parmi lesquels le porteur pouvait choisir celui qui lui convenait le

mieux. On a vu que, pour la conversion des 150.000.000 £ de National Savings Certificates, 5 titres différents avaient été offerts au porteur.

Sans aller jusqu'à ce point, il pouvait paraître prudent de donner un choix plus large ; il était d'ailleurs connu que le War loan était utilisé pour des catégories très diverses de placements et en particulier pour des placements à court terme. Il fallait escompter le refus des porteurs qui utilisaient le War loan 5 % pour des placements auxquels le nouveau titre ne conviendrait pas aussi bien.

C'est là un trait qui marque déjà l'audace du plan suivi, audace qui se manifeste à d'autres égards et surtout dans le taux de conversion adopté :

Audace.

La conversion est faite à 3 $\frac{1}{2}$ %. Or le *Crédit de l'Etat britannique* n'a pas encore atteint la base de 3 $\frac{1}{2}$ %. C'est le caractère le plus remarquable de la Conversion anglaise : il est généralement admis qu'une conversion constate le relèvement du crédit public dans un pays et consacre simplement le taux déterminé par la situation du marché ; souvent même un léger avantage est laissé au rentier afin d'assurer le succès complet de l'opération. C'est ainsi que l'« *Economist* » conseillait un 3 $\frac{1}{2}$ % émis à un prix plus favorable, de un point, que le Conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ %.

Or, le 29 Juin 1932, le Conversion loan est à 93, et il est probable que ce cours n'a pas été atteint seulement grâce à l'activité normale du stock exchange : A l'action incertaine et dissimulée de la Trésorerie s'est ajoutée l'action des porteurs qui ont vendu du War loan par crainte de la conversion, pour acheter d'autres valeurs d'Etat. C'est du moins ce que paraît indiquer l'évolution inverse des deux titres dans la quinzaine qui a précédé la conversion :

	15 Juin	22 Juin	29 Juin
5 % War loan	102 1/4	102	101 3/4
3 1/2 % Conversion loan	88 1/2	90 1/8	93

L'existence de titres d'Etat portant encore un intérêt supérieur à 3 1/2 % doit naturellement inciter les porteurs de War loan à demander le remboursement afin de se procurer ces titres sur le marché. Encore faut-il que cette opération soit possible.

La Trésorerie, en infligeant aux rentiers une perte de 7 % par rapport aux cours inscrits à ce moment à la cote de la Bourse, ne se borne pas en effet à constater un état de choses existant ; elle spéculé sur le fait que les réactions mêmes provoquées par la conversion, permettront à ses emprunts d'atteindre la base de 3 1/2 %. Cette spéculation, ainsi que le montrera l'étude des conditions financières et économiques, a les plus grandes chances de réussir ; en outre, le risque est fortement atténué par l'existence du « cash bonus ».

Le « Cash bonus ».

La prime en numéraire présente un avantage assez important pour déterminer le porteur à convertir. Il peut paraître prudent de s'assurer, dans un délai de 15 jours, le un pour cent de la valeur de son portefeuille plutôt que de demander un remboursement qui doit intervenir seulement cinq mois plus tard.

Si le rentier applique la prime à son revenu de l'année suivante, 1933, les intérêts perçus, cette année-là, seront portés à $4\frac{1}{2}\%$. Comme le « bonus » est exempt d'income tax et de supertax, le revenu net, pour le contribuable soumis au plein tarif de l'income tax — 5 shillings par livre — sera le même, à quelques pence près, que si l'emprunt avait continué à rapporter 5 %. La prime recule ainsi les conséquences de la conversion à l'année 1934 ; et un sacrifice est beaucoup plus aisément supporté s'il doit se produire deux ans plus tard. D'ailleurs le rentier britannique, avec son optimisme habituel, peut espérer qu'alors la crise économique mondiale aura enfin trouvé sa solution.

Pour la Trésorerie britannique, le « bonus » offre l'avantage d'accélérer les conversions au commencement des trois mois accordés au porteur pour prendre sa décision, les premières conversions peuvent permettre de déclarer le succès dès le début de manière à convaincre les hésitants. Il sera d'autre part utile, tout en respectant le délai minimum de 3 mois, que les services financiers puissent con-

naître de bonne heure les résultats probables : ils pourront ainsi se préparer plus longtemps au paiement des titres non convertis.

A un autre point de vue, un résultat rapide semble devoir être recherché en raison de l'insécurité des circonstances : l'issue, encore incertaine, de la conférence réunie à Lausanne pour résoudre le problème des Réparations peut provoquer des mouvements impossibles à prévoir.

L'inconvénient de la prime, par contre, est la dépense qu'elle suppose, estimée par beaucoup exagérée. Si 2 milliards de livres sont convertis — sur les 2.085 millions de livres — la Trésorerie devra déboursier 20 millions de livres, soit 2.500 millions de francs au pair, ou 1.800 millions au cours du change à 90. Cette dépense est cependant un palliatif nécessaire aux risques entraînés par une opération de cette envergure.

Le projet de conversion, au moment où il va être soumis au public, forme donc un ensemble simple et audacieux, mais cependant logique et cohérent.

DEUXIÈME PARTIE

Les conditions générales de la conversion du War Loan

Aussi complet que paraisse le projet de conversion, on ne peut porter sur lui aucun jugement, si l'on n'examine auparavant dans quelles conditions il va être mis en œuvre. Il importe de connaître quels seront, dans la situation du moment, les facteurs favorables ou défavorables au succès de la conversion, de savoir si le projet, tel qu'il est conçu, s'adapte bien ou mal aux circonstances.

A cet égard, il n'est pas sans intérêt de rapprocher la conversion Française, intervenue deux mois plus tard, et déterminée en partie par le succès de la conversion anglaise. Les deux opérations, techniquement identiques, ont eu lieu dans des conditions différentes et parfois même opposées.

On étudiera successivement les rapports de la conversion anglaise avec :

- l'opinion britannique,
- le marché financier,
- la situation économique
- la situation budgétaire,
- la position de la livre sterling.

La conversion et l'opinion britannique

Par le fait même qu'elle lésait les intérêts de nombreux rentiers — environ 3 millions — la conversion ne pouvait sans doute pas réunir en sa faveur l'unanimité de la nation. Cependant les rentiers anglais n'opposèrent pas de résistance, du moins ouvertement ; jamais, par exemple, la conversion ne fournit à la presse l'occasion de polémiques passionnées : Des bruits périodiques se répandaient seulement lorsque le Chancelier de l'Echiquier rencontrait quelques difficultés pour l'équilibre de son budget ou lorsqu'un journal de la Cité affirmait les avantages qu'une conversion procurerait au marché de Londres. Mais la question intéressait davantage les milieux financiers que l'opinion générale.

Cette indifférence de la majorité du public s'explique vraisemblablement par le fait que les rentiers ne forment pas, en Angleterre, une catégorie sociale qu'il est nécessaire de ménager :

Le porteur de War loan est normalement une personne plutôt aisée : les coupures sont au minimum de 50 £ (6.200

francs au pair, 4.500 francs au cours du 30 juin) ou des multiples de 50 £. Le portefeuille moyen est très élevé : 3 millions de porteurs pour un capital de plus de 2.000.000.000 £, soit une moyenne par porteur de 650 livres : 60.550 francs au cours du 30 Juin. Il est vrai que d'importantes sociétés financières et industrielles possèdent à elles seules une grande partie du War loan ; par contre il est rare que les rentiers investissent tout leur capital dans une seule catégorie de placement : la possession de quelques titres de War loan suppose le plus souvent celle d'autres valeurs diverses.

Le War loan paraît donc appartenir surtout à de riches rentiers ; les petits épargnants préfèrent recourir à l'assurance, très répandue dans les pays anglo-saxons, ou encore aux National Savings Certificates. Ces « certificates », délivrés par la National Savings Bank, dont le rôle est analogue à celui de la Caisse d'Epargne Postale en France, portent un intérêt légèrement supérieur à celui des autres titres d'Etat, mais le montant des souscriptions est limité.

La situation du porteur de War loan n'est donc pas comparable à celle des nombreux petits rentiers français, qui possèdent quelques coupures de 100 francs ou 500 francs. D'autre part, la stabilisation du franc en 1928 a consacré, pour ces petits rentiers, la perte des quatre-cinquièmes de leur capital et de leur revenu ; il peut paraître difficile de leur faire subir encore une nouvelle perte par une réduction du taux d'intérêt. L'argument n'est sans

doute pas convaincant, en raison des changements survenus dans la répartition des fortunes entre la chute du franc et 1932, mais il ne peut manquer d'impressionner l'opinion publique.

Le rentier britannique, à l'inverse, s'est trouvé constamment dans une position très favorable : jusqu'à 1931, son capital n'a été diminué par aucune dépréciation monétaire ; après 1931, si la Grande Bretagne a abandonné l'étalon-or, la situation du rentier n'a été nullement modifiée, car la chute de la livre sterling n'a pas été suivie d'une hausse des prix intérieurs. Au contraire son revenu réel a été accru, à certains égards par la baisse des prix qui caractérise, depuis 1929, la crise mondiale.

En outre, le redressement budgétaire de Septembre 1931 a exigé de sérieuses réductions de dépenses et des charges très lourdes pour le contribuable anglais ; le sacrifice du rentier vient seulement en dernier lieu. En France, on demande au rentier de supporter, le premier, les mesures nécessaires pour remédier au déficit du budget, afin que les contribuables et les fonctionnaires opposent par la suite moins de résistance, les premiers aux augmentations d'impôts, les seconds à la diminution des traitements.

Ainsi, alors que le rentier français avait la conviction d'être toujours injustement sacrifié le premier, son collègue britannique se résignait simplement à voir la fin d'une période privilégiée. Pour cette raison la conversion an-

glaise, approuvée par la majorité du pays, a pu intervenir au moment opportun, dans des circonstances en apparence précipitées. Cependant, le gouvernement français, mal disposé à mécontenter une classe nombreuse, avait laissé échapper l'occasion la plus favorable en 1931, pour faire, l'année suivante, une opération tardive dans des conditions plus difficiles.

La facilité avec laquelle la conversion fut acceptée par l'opinion britannique est révélée par l'unanimité que réunit le projet soumis à la Chambre des Communes. Le débat revêtit ce caractère de courtoisie qui place le Parlement Britannique au-dessus des autres assemblées du monde : Après le discours du Chancelier de l'Echiquier, le chef de l'opposition travailliste, Mr Lansbury, se contenta de répondre par quelques mots d'approbation, et déclara :
« ... Nous avons appris que le Chancelier était fatigué :
« nous sommes heureux de le voir, et nous espérons que
« sa santé est aussi excellente que la clarté de son discours
« nous conduit à l'imaginer ».

II

La conversion et le marché financier

Les années qui ont suivi la Guerre ont été principalement marquées, au point de vue financier, par une surabondance des moyens de paiement, par une inflation générale. Cette situation eut des origines diverses, outre l'inflation monétaire à laquelle se laissèrent aller de nombreux pays après la fin des hostilités ; ce fut surtout l'abus de crédits bancaires, favorisé par la pratique du Gold Exchange Standard qui permettait une superposition de crédits garantis par un même gage.

Cette inflation mondiale se traduisit par l'existence d'une masse énorme de capitaux flottants, prêts à se déplacer toujours vers les marchés où les attiraient soit l'espoir de gains spéculatifs, soit l'avantage d'un intérêt élevé. Ces mouvements de flux et de reflux procurèrent aux divers pays un enrichissement ou un appauvrissement provisoires.

Le crédit à court terme fut dans cette période le mode normal de crédit ; il procurait d'ailleurs un intérêt élevé, surtout parce que le besoin urgent de capitaux obligeait certains pays — notamment en Europe Centrale — à subir des conditions très onéreuses.

La place de Londres, désireuse de retrouver le premier rang qu'elle occupait avant la guerre dans la distribution internationale des capitaux, accorda facilement des crédits à l'étranger, notamment à l'Allemagne et aux pays Danubiens.

« L'inélasticité des taux d'intérêt à long terme, « écrit le « Statist », avait diverses causes dont la plus « importante était l'existence d'emprunteurs en demi-
« banqueroute auxquels les marchés de capitaux conti-
« nuaient de prêter à des taux exceptionnellement élevés, « en partie pour des raisons politiques, en partie parce que « le contenu des règlements financiers d'après-guerre « n'avait pas été convenablement apprécié... Nous pou-
« vons espérer avoir vu la fin de tels emprunteurs ».

En même temps, le marché financier fut caractérisé jusqu'à 1929 par une certaine désaffection pour les valeurs d'Etat, délaissées au profit de titres industriels.

Ainsi, d'une part l'existence de mauvais emprunteurs, d'autre part par l'engouement pour les valeurs industrielles provoqué par la croyance en une prospérité indéfinie, obligea longtemps les Etats financièrement solides à payer pour leurs emprunts un intérêt encore élevé. En Angleterre, l'exemple en est fourni par les emprunts de consolidation émis après la guerre.

Une conversion dans ces conditions aurait évidemment été impossible.

Le marché financier depuis la crise.

Cependant, la crise devait entraîner de graves bouleversements :

— le krach boursier de New-York en 1929, et la chute des valeurs industrielles mirent de nouveau en lumière les avantages des bonnes valeurs d'Etat.

— d'autre part, la débâcle financière de l'Europe Centrale, pendant l'été 1931, fit disparaître du marché les emprunteurs dont la présence empêchait le retour à un taux d'intérêt normal.

Une masse considérable de capitaux se trouva alors à la recherche d'un asile sûr ; or, si l'on excepte la période de trois ou quatre mois qui suivit la chute de la livre sterling, le marché de Londres put être considéré, avec celui de Paris, comme offrant les plus sérieuses garanties. En même temps, le taux des prêts à court terme subit une chute continue et profonde, marquée en Grande Bretagne par la baisse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, et du taux des Treasury bills. Cependant une baisse correspondante n'affecta pas les capitaux à long terme.

Ce décalage anormal, entre les taux d'intérêt à long terme et à court terme, avait deux causes différentes :

— la crainte des capitalistes qui considèrent l'avenir trop incertain pour des placements à long terme,

— l'existence d'une masse importante de titres à long terme portant intérêt élevé, ce qui rend difficile une adaptation aux circonstances nouvelles.

Avantages de la situation du marché financier.

La situation du marché financier en Juin 1932 présente donc un double avantage au point de vue de la conversion.

D'un côté, l'abondance des capitaux inemployés conduira les rentiers à accepter la conversion ; il est vraisemblable qu'au 1^{er} Décembre 1932, il sera impossible de trouver un placement meilleur que le War loan à 3 $\frac{1}{2}$ %, surtout si les remboursements atteignent un chiffre important.

D'autre part, la conversion a pour effet de rendre plus normale la situation du marché financier ; elle diminue la disparité des taux à long et à court terme ; elle supprime un des éléments qui empêchent le retour à de meilleures conditions. L'« Economist » avait déclaré, au mois de mai : « L'existence d'un emprunt 5 % est un obstacle formidable dans la voie de la réduction du taux des nouveaux emprunts à Londres : bien que l'intérêt des titres de première qualité tende à diminuer, l'existence de cet immense emprunt tend toujours à exercer un mouvement contradictoire à la hausse ».

C'est la même idée que Mr Neville Chamberlain a traduite dans son exposé du 30 Juin : « On s'accorde généralement à reconnaître que l'existence d'une masse importante de titres d'Etat à 5 % est un obstacle qui empêche artificiellement une baisse des taux d'intérêt à leur niveau naturel. »

La Trésorerie Britannique a évidemment voulu tirer tout le profit possible de cet état de choses lorsqu'elle a décidé d'émettre le nouveau War loan à 100 alors que le conversion loan 3 $\frac{1}{2}$ % était encore à 93 ; elle a dû considérer que, si la base de 3 $\frac{1}{2}$ % n'était pas encore atteinte, la cause en était l'existence du War loan 5 %. Sa disparition doit améliorer immédiatement le crédit du gouvernement anglais.

D'ailleurs, si les porteurs se refusent à convertir, les titres sûrs et rémunérateurs ne sont pas en abondance sur le marché ; des achats massifs leur feront subir une hausse rapide jusqu'au point où ils ne rapporteront pas plus de 3 $\frac{1}{2}$ %.

Ainsi la position du marché financier à la veille de conversion, n'offre-t-elle que des avantages. Cependant une question se pose, d'un ordre plus particulier, qui donne quelques inquiétudes aux milieux généralement bien renseignés de la Cité.

La question du War loan, placement à court terme.

Le War loan 5 %, en raison de son chiffre même, appartient à des catégories variées de porteurs et peut répondre à des usages différents. En particulier, c'est un fait connu dans la Cité que de nombreux établissements de crédit et des entreprises industrielles ont acheté du War loan comme valeur à court terme ; elles ont été poussées à cela parce que les placements habituels à court terme ne rapportent plus qu'un intérêt dérisoire. Aussi bien, le War loan offre un revenu élevé, et la stabilité de son prix — qui oscille depuis plusieurs mois entre 101 et 102 — donne à l'acheteur la quasi certitude de ne subir, à la vente, aucune perte.

On estime, dans la Cité, que l'usage du War loan comme court terme (short), porte sur un chiffre considérable. Or le nouveau War loan 3 $\frac{1}{2}$ % ne présentera pas les mêmes qualités que le 5 %, comme valeur à court terme ; il est certain qu'un titre à bas intérêt est soumis à des fluctuations de cours plus larges qu'un titre à intérêt élevé qui a légèrement dépassé le pair. Le 2 $\frac{1}{2}$ consol, et le 3 $\frac{1}{2}$ conversion loan ont toujours été moins stables que le 5 % War loan.

Il est à craindre que les porteurs de War loan, qui ont désiré faire un placement à court terme, ne puissent pas accepter la conversion. C'est pourquoi Mr Keynes est

d'avis qu'une erreur à éviter est de surcharger le marché d'un seul type de rente.

Pour satisfaire tous les besoins, l'Economist a conseillé, de son côté, l'offre de trois titres différents, à long, moyen et court termes : « Une émission à court terme, « déclare-t-il, serait nécessaire pour faire face aux demandes du marché monétaire et des établissements financiers « dont les placements en War loan ont considérablement « augmenté depuis que ce titre est considéré comme valeur « à court terme ».

Cependant, ce système aurait enlevé sa simplicité au projet de conversion. Et la simplicité est toujours à rechercher dans une opération qui atteint un très grand nombre de personnes.

D'ailleurs la Trésorerie a tout intérêt à réaliser la conversion à long terme de la totalité du War loan. Si les établissements qui ont fait des placements à court terme demandent à être remboursés, la Trésorerie sera toujours à temps d'emprunter avant le 1^{er} Décembre ; et elle sait qu'elle pourra se procurer des fonds dans d'excellentes conditions. Mieux vaut tenter immédiatement une consolidation que d'émettre des titres qu'il faudrait ensuite consolider. Il est possible aussi que le chiffre des placements à court terme ait été fortement exagéré.

En résumé, à la veille de la conversion, la situation du marché financier est tout à fait favorable. Et si le projet de Mr Chamberlain a pu être qualifié d'audacieux, c'est qu'il espère tirer parti le plus possible des circonstances du moment.

III

La conversion et la situation économique

Deux problèmes différents sont à considérer :

— Quelles peuvent être les conséquences économiques de la conversion ?

— La situation économique est-elle favorable ou défavorable au succès de la conversion ?

1. *Conséquences économiques de la conversion.*

Parmi les multiples arguments mis en avant pour décider les rentiers anglais à subir la diminution de leur revenu, l'un des plus employés est l'annonce des bienfaits que la conversion apportera à l'économie nationale. L'argent à bon marché doit permettre aux industriels et aux commerçants de se procurer facilement des ressources et ce sera le commencement de la reprise des affaires.

Voici une affiche très répandue à Londres, en juillet 1932 :

« War loan Conversion »

« A decisive step towards better times »

La Conversion du War loan ; un pas décisif vers des temps meilleurs.

De tels espoirs sont-ils fondés ? Ils participent de la théorie qui fait de la restriction excessive du crédit la cause principale de la crise actuelle, et qui propose comme solution une politique de crédits abondants et peu onéreux, au besoin même une politique d'inflation. Déjà, en Septembre 1931, de grandes espérances ont été conçues, par une grande partie de l'opinion britannique, sur l'abandon de l'étalon-or. Cependant, si une amélioration s'est produite, elle n'a guère été sensible.

La conversion doit sans doute permettre aux entreprises encore prospères de trouver des capitaux à bon compte, ou de faire elles-mêmes des emprunts de conversion. La baisse du prix de revient peut procurer à ces entreprises une position favorable dans la concurrence internationale. Par contre la conversion ne saurait être d'aucun secours aux entreprises en difficulté qui ont vu disparaître depuis la crise, une partie de leurs débouchés. Le problème n'est pas de trouver des capitaux : au contraire ceux-ci demeurent souvent inactifs, faute d'emploi à la fois sûr et rémunérateur. Il ne faut donc point avoir trop d'illusions sur les conséquences économiques de la conversion : l'argent à bas prix doit rendre plus facile la reprise des affaires, mais ne peut la déterminer.

D'ailleurs une nouvelle activité des échanges entraînerait une hausse des taux d'intérêt, et, par conséquent, une baisse des valeurs d'Etat. Aussi l'« Economist » prend-il soin de préciser : « Penser qu'une conversion réussie peut

« améliorer les conditions de l'heure présente, c'est évidemment viser un peu loin. Elle peut, au plus, tendre à
« stimuler le commerce intérieur, en rendant moins onéreux les emprunts des entreprises et à donner de l'activité
« au marché par de nouvelles émissions ; mais si l'on croit sérieusement au fait que la conversion déterminera une
« reprise du commerce anglais, le rentier devrait considérer que de nouvelles demandes de crédit par le commerce, et une hausse des taux d'intérêt réagiraient sur le
« prix des valeurs à long terme ».

2. *Influence de la situation économique sur la conversion.*

Si les réactions que doit provoquer la conversion, au point de vue économique, demeurent fort incertaines, il apparaît par contre évident que la situation du moment favorise grandement la conversion : la baisse des taux d'intérêt à court terme, l'abondance des capitaux qui cherchent un emploi, sont les conséquences directes de la crise. Le marché financier ne fait que traduire une situation économique.

En outre, une impression générale d'insécurité est produite par la gravité des problèmes qui restent toujours en suspens : réparations et dettes interalliées, désarmement, barrières douanières, retour à l'étalon-or.

Dans de telles conditions, le capitaliste s'attache principalement à rechercher la sécurité ; or, les traditions de

l'Angleterre permettent de penser que les titres du gouvernement britannique présentent au plus haut point cette qualité. Le Chancelier de l'Echiquier estime, avec raison, que jamais les valeurs d'Etat anglaises n'ont été plus appréciées, qu'on ne peut souhaiter des conditions meilleures pour une conversion.

Ainsi, la crise économique est-elle un facteur important du succès de la conversion. Voici, à cet égard, ce qu'écrivit l'« Economist », le 30 août 1932, alors que le succès de la conversion est déjà assuré.

« Cependant, il faut aussi, au lieu de se réjouir pleinement, songer aux conditions qui ont rendu possible la conversion. Pour parler brutalement, le succès a été obtenu parce que les temps sont mauvais, que les affaires subissent une régression exceptionnelle, que les demandes de crédit sont presque nulles. On pourrait presque dire que le succès de la conversion est expliqué par l'existence de trois millions de chômeurs. Dans le mécanisme perpétuel de la loi de compensation, les périodes de détresse rendent possibles les réajustements qui sont les préludes nécessaires du retour à la prospérité. La conversion est un exemple de ce fait ».

IV

La conversion et la situation budgétaire

L'étude des rapports existant entre la conversion et la situation budgétaire comprend deux questions différentes :

— Quelle économie la conversion doit-elle procurer au budget ?

— La situation budgétaire exercera-t-elle une influence favorable ou défavorable ?

1. *Economie procurée par la conversion.*

L'économie brute est estimée à 30 millions de livres ; si l'on déduit les 7 millions qui ne pourront plus être perçus au titre de l'income tax, l'économie nette ressort à 23 millions de livres.

Or la charge de la dette publique s'élève en 1931-32 à 289,5 millions, en 1932-33 à 276 millions parce que Mr Chamberlain n'y comprend pas les paiements à faire aux Etats-Unis. La réduction apportée à cette charge par la conversion est exactement de 8,33 %. Si l'on se rapporte au total des dépenses publiques comprises dans le budget général, elle est inférieure à 3,5 %.

Aussi, bien que l'économie réalisée soit substantielle en elle-même, elle est peu importante par rapport à la masse du budget. La conversion peut permettre d'éviter de nouveaux impôts ou même autoriser de légers dégrèvements, mais le contribuable britannique ne peut espérer un allègement sensible des charges excessives qui pèsent sur lui.

2. *Influence de la situation budgétaire sur la conversion.*

Il apparaît que la situation budgétaire doit contribuer grandement à assurer le succès de la conversion : elle donne confiance dans l'avenir de l'Angleterre par l'exemple d'un remarquable redressement financier ; d'autre part, au moment où la conversion est entreprise, le Chancelier de l'Échiquier est libéré du souci de trouver des ressources de Trésorerie.

Le budget 1930-31 a fait ressortir un déficit de 23 millions de livres. Mais ce déficit n'était qu'apparent, puisqu'il était inférieur à la provision pour l'amortissement de la dette ; la comptabilité publique dans la plupart des autres pays, souvent habile à masquer un déficit réel, aurait fait apparaître un excédent :

Divers sinking funds	66.830.000 £
Déficit	23.250.000 £
Excédent réel	43.580.000 £

En avril 1931, Mr Snowden estimait que la situation budgétaire en Grande Bretagne était encore satisfaisante.

Cependant les premiers mois d'exécution du budget 1931-32 révélèrent d'importantes moins-values dans les recettes. En Septembre 1931, Mr Snowden se trouva obligé de présenter un nouveau budget destiné à combler un déficit considérable.

La situation était alors la suivante :

Dépenses évaluées à....	818.900.000 £
Recettes	744.200.000 £

Déficit : . 74.700.000 £

Mr Snowden adopta les mesures les plus rigoureuses : il interdit le recours à l'emprunt pour les fonds de chômage, il proposa 70 millions d'économies par la diminution des traitements et des indemnités de chômage ; en outre il fit voter 8 millions d'impôts nouveaux par l'augmentation du tarif de l'income tax et de quelques impôts indirects.

Ces mesures, qui pouvaient paraître excessives, furent courageusement supportées ; l'income tax fut recouvrée rapidement et les recettes se révélèrent supérieures aux prévisions. D'un autre côté, le nombre des chômeurs fut constamment inférieur aux 3 millions escomptés. L'économie réalisée de ce fait permit à une année financière mal commencée de se terminer par un léger excédent, dont l'exis-

tence fit contraste avec les déficits énormes qui caractérisaient la plupart des budgets étrangers.

Les Anglais se déclarèrent très fiers de ce résultat remarquable ; et la confiance qu'il fit naître devait naturellement inciter le rentier à accepter la conversion. On pouvait même considérer qu'une conversion réussie était le complément nécessaire du redressement financier ; d'ailleurs les grandes lignes en avaient été tracées au mois de Septembre par Mr Snowden, lors de la discussion du budget de redressement.

La situation budgétaire paraît donc être un facteur essentiel du succès de la conversion parce qu'elle donne confiance au public : d'un autre côté, elle laisse au gouvernement, qui assure sans difficulté sa trésorerie, une grande liberté d'action. C'est sans doute là une des raisons principales qui ont conduit le Chancelier de l'Echiquier à entreprendre une conversion à $3\frac{1}{2}\%$, taux inférieur à celui du marché : le gouvernement ne courrait jamais un tel risque, même atténué par la prime en numéraire, si son crédit n'était pas parfaitement solide. Sa position lui permet d'admettre sans danger un certain pourcentage de refus. Cela admis, il y a tout intérêt à convertir au taux le plus bas possible ; c'est dans le taux peu élevé de conversion, plus que dans le chiffre des acceptations, que résidera le succès de l'entreprise. La Trésorerie Britannique, qui place sans difficulté les Treasury bills à moins de 0,75 %, peut raisonnablement espérer qu'elle trouvera quelques millions de

livres à $3\frac{1}{2}\%$ au plus, pour faire face aux demandes de remboursement des porteurs de War loan.

L'avantage de cette situation se trouve particulièrement mis en lumière si l'on considère la conversion française de Septembre 1932. Cette dernière n'a pu être réalisée qu'à $4\frac{1}{2}\%$; taux supérieur de plus de $1,5\%$ au taux obtenu en Angleterre, compte tenu du fait que la rente française n'est pas soumise à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Or la France était à beaucoup d'égards plus favorisée que la Grande-Bretagne : elle bénéficiait d'une monnaie solide, d'une économie relativement peu affectée par la crise, de capitaux épargnés considérables.

Cependant le gouvernement français était obligé de prévoir l'emprunt de quelques milliards de francs afin de consolider les déficits des budgets précédents ; et il n'était pas certain de trouver facilement des ressources, car son crédit était fortement diminué par les lenteurs apportées au redressement financier. Il eût été téméraire de convertir à un taux peu élevé. Le besoin de trouver des fonds interdisait le risque d'avoir encore à emprunter pour faire face à de trop nombreuses demandes de remboursement. Le succès de la conversion supposait l'adhésion de la presque totalité des porteurs. Une conversion à 4% ou $3\frac{1}{2}\%$ aurait donc été vouée à l'échec ; elle aurait été en outre une duperie pour les acceptants puisque l'Etat aurait été, quelques semaines plus tard, obligé d'emprunter à un taux supérieur au taux de conversion.

En définitive, si l'on compare les conversions anglaise et française, il apparaît moins profitable d'opérer une conversion pour réaliser l'équilibre budgétaire que d'établir d'abord cet équilibre afin de pouvoir ensuite convertir plus facilement. C'est l'équilibre budgétaire qui doit constituer la première étape d'un redressement financier.

LA SITUATION BUDGETAIRE
(à la veille de la conversion)

1° - Dépenses (millions de livres)	Crédits 1931-32	Dépenses réelles	Crédits 1932-33	Différence avec dépenses 1931-32
Intérêts de la dette Sinking fund	289.4 32.6	289.5 32.5	276.0 32.5	— 13.5 —
Total	322.0	322.0	308.5	— 13.5
Paiements à l'Irlande du Nord	6.4	6.3	6.8	+ 0.5
Autres articles du fonds consolidé	3.0	3.1	3.1	+ 0.4
Total	9.4	9.4	10.3	+ 0.9
"Supply services"				
Armée	39.9	38.5	36.5	— 2.0
Marine	51.6	51.5	50.5	— 0.6
Air	18.1	17.7	17.4	— 0.3
Services civils	330.8	320.1	330.2	+ 10.1
Frais de régie	11.9	11.8	12.6	+ 0.8
Total	452.3	439.2	447.2	+ 8
Grand Total	783.7	770.6	766.0	— 4.6

2° Recettes.

1931-32: 771 millions, excédent 400.000 livres.

1932-33: Evaluation: 764.3 millions, léger déficit prévu à couvrir
par le droit sur le thé.

La Conversion et la Position de la Livre Sterling

La conversion anglaise de 1932 a été la première conversion importante entreprise dans une période où la monnaie nationale, détachée de l'or, était soumise aux fluctuations quotidiennes du change. Cette situation, en apparence défavorable, constituait un nouvel élément de risque, mais, par contre, offrait pour la conversion des avantages certains.

1. *Dangers de nouveaux troubles monétaires*

Sans doute, au moment où le projet de conversion est mis en œuvre, la confiance dans la monnaie anglaise est revenue. Le Compte de Régularisation des Changes, créé au mois d'Avril précédent sur la proposition de M. Neville Chamberlain, semble moins préoccupé de soutenir la livre que d'acheter des devises étrangères afin d'enrayer une hausse jugée défavorable au commerce britannique. Malgré cela, il est possible de se demander si une opération, qui porte sur des capitaux aussi importants que le War loan, ne com-

porte pas le risque d'une dépréciation nouvelle. Cette dépréciation peut avoir deux causes différentes : une inflation monétaire, des retraits de capitaux.

Danger d'inflation monétaire

Il est impossible d'espérer que la totalité des 2.085 millions de War loan pourra être convertie ; si un pourcentage un peu élevé est demandé au remboursement, la Trésorerie devra trouver une somme importante avant le 1^{er} décembre. Cette somme, le public, rendu peu confiant par le demi-succès de la conversion, sera mal disposé à la prêter dans de bonnes conditions. La Trésorerie sera contrainte d'avoir recours à la Banque d'Angleterre et d'emprunter sous la forme de « Ways and means advances ». Il y aura donc inflation avec le danger d'une hausse des prix qui entraîne elle-même une nouvelle inflation.

La Trésorerie britannique a, semble-t-il, admis délibérément le risque de cette inflation, avec d'ailleurs la pensée que les conséquences n'en seraient pas trop fâcheuses : en effet les capitaux remboursés ne trouveraient pas à s'employer et retourneraient à la Banque d'Angleterre par l'intermédiaire des banques dans lesquelles les porteurs déposeraient leurs avoirs. L'inflation, si elle venait à se réaliser, se résorberait donc d'elle-même.

Danger d'une évasion de capitaux

De nombreux porteurs profiteront, peut-être, de l'occasion de remboursement qui leur est offerte pour se débarrasser de titres dont la valeur est sujette aux variations du change. Avec les livres sterling remises en paiement, ils pourront se procurer des titres libellés en or, ou des parts industrielles représentant des actifs dont la valeur est indépendante de la monnaie.

Cependant, il est vraisemblable que ce calcul ne sera pas fait par beaucoup de nationaux. Pour ceux-ci, la confiance dans l'avenir de la Livre est renforcée par le spectacle du désordre financier qui sévit dans les autres pays. Par contre, il est probable que le porteur étranger préférera rapatrier ses capitaux plutôt que de subir la perte de 1,5 % d'intérêt, mais ces porteurs étrangers n'ont pas une grande importance : leur portefeuille est évalué officiellement entre 50 et 100 millions de Livres, c'est-à-dire au plus 5 % du War loan ; leur attitude ne peut guère modifier le résultat de la conversion ni avoir grande influence sur la tenue de la monnaie anglaise.

Si les retraits de capitaux provoqués par l'avenir incertain de la Livre ne paraissent pas devoir être très importants, il est possible qu'une baisse du change se produise pour une autre raison : la disparité entre le rapport des valeurs à long terme à Londres et sur les marchés étrangers.

Au moment de la conversion, le rapport des titres à intérêt fixe, qui était en Septembre 1931 plus haut, de 30 %, en Angleterre qu'aux Etats-Unis, est au contraire de 30 %, moins élevé. L'anomalie est évidente si l'on examine les cours de certaines valeurs identiques, cotées en sterling à Londres et en dollars à New-York. Par exemple :

Emprunt de la République Argentine :

sterling 5 % coté 64 à Londres.

dollar 6 % — 42 à New-York

Emprunt hongrois (S. D. N.) :

sterling 7 $\frac{1}{2}$ % coté 48 à Londres.

dollar 7 $\frac{1}{2}$ % — 28 à New-York.

Une telle disparité ne peut naturellement pas être maintenue indéfiniment ; or la Conversion aura pour effet de l'accentuer encore dans une large mesure : elle peut donc entraîner, vers les marchés étrangers, une fuite de capitaux à la recherche d'un intérêt beaucoup plus élevé, et, par conséquence, une tension du change. A moins que les autres pays ne suivent l'exemple de l'Angleterre et ne parviennent à diminuer l'écart par une baisse des taux d'intérêt à long terme sur leur marché.

Il faut reconnaître pourtant qu'un décalage aussi important n'aurait jamais pu se produire dans des circonstances normales ; des mouvements de capitaux auraient abouti rapidement à une égalisation des taux d'intérêt. Mais les

circonstances troublées du temps de crise conduisent les capitalistes à rechercher davantage la sécurité qu'un revenu élevé. Si le marché de New-York bénéficiait en Septembre 1931 d'un taux à long terme moins élevé qu'à Londres, la cause en était la mauvaise position de la Livre sterling ; la situation inverse de Juin 1932 est due en grande partie aux symptômes de faiblesse déjà révélés par le dollar. En France, les valeurs d'Etat donnent un intérêt de 4,5 % environ ; mais le déficit budgétaire compense, dans l'opinion des capitalistes, l'élément de sécurité que constitue une réserve d'or considérable.

La disparité, même aggravée par la conversion, pourra se maintenir tant que persisteront les causes qui ont permis son existence. Là encore, le danger encouru par la livre sterling du fait de la conversion, ne paraît pas être excessivement grave.

2. Avantages pour la conversion de l'abandon de l'étalon-or

Ainsi, la crise économique, par l'obstacle qu'elle oppose aux mouvements réguliers de capitaux, isole déjà dans une certaine mesure les divers marchés financiers. L'abandon de l'étalon-or, d'un autre côté, supprime le système régulateur des entrées et des sorties de métal, et accentue cet isolement. L'Angleterre peut, de ce fait opérer la conversion sans trop se préoccuper de la situation existant à l'étranger.

Voici à cet égard l'opinion de M. Keynes :

« On peut dire que la conversion aurait été absolument
« impossible, dans la forme qu'elle a prise actuellement, si
« nous étions restés sous le régime du Gold Standard. Car,
« c'est le vice, comme la vertu, du Gold Standard, de lier de
« manière rigide les marchés monétaires du monde ; c'est
« un obstacle à toute action individuelle. Le pouvoir qu'avait
« un centre, même Londres, de se mouvoir en avant des
« autres, était étroitement limité par lui. Et si le Gold Stan-
« dard fonctionnait encore, nous devrions nous accommoder
« de l'intelligence, du courage, de la capacité, de l'esprit
« public de tout le monde (*common world*) ».

Cette séparation des marchés, conséquence de l'abandon de l'étalon-or, permet à la place de Londres d'avoir un taux d'intérêt plus bas que les autres marchés ; elle s'impose aux porteurs de War loan comme une situation de fait qu'il est nécessaire de subir : Si des rentiers, pour profiter de conditions meilleures à l'étranger, exportent leurs capitaux, cette exportation ne se traduira pas, comme sous le Gold standard, par une sortie de métal, mais pour peu que l'opération porte sur des sommes importantes, elle provoquera une baisse du change rapide et substantielle. Cette baisse privera immédiatement les porteurs britanniques du bénéfice escompté, car les valeurs étrangères, évaluées en livres dépréciées, seront l'objet d'un mouvement exagéré à la hausse. « Les porteurs ne doivent pas compter faire sortir leurs capitaux du pays — écrit le « *Times* » — car une telle tentative mettrait désespérément le change contre eux ».

On peut encore observer que la chute continue du taux d'intérêt à court terme est une des circonstances qui a rendu possible la tentative de conversion. L'aboutissement en a été la mesure prise, la veille de la conversion, par la Banque d'Angleterre qui a abaissé de 2 % son taux d'escompte.

Or, il vraisemblable que jamais l'Institut d'émission britannique n'aurait eu l'audace de prendre cette décision, s'il avait eu, comme auparavant, le souci de défendre des réserves d'or à peine suffisantes pour assurer le fonctionnement normal du système d'émission de billets.

En résumé, la position incertaine de la monnaie anglaise présentait, dans ses rapports avec la conversion, des avantages et des inconvénients : Elle faisait naître la crainte de réactions dangereuses à la fois pour le change et pour l'issue de la conversion. — crainte que les événements devaient plus tard révéler sans fondement. Par contre, l'abandon de l'étalon-or constituait, à certains égards, un facteur important du succès de l'opération entreprise par la Trésorerie britannique et par M. Neville Chamberlain.

TROISIÈME PARTIE

L'Exécution de la Conversion

Bien qu'elle soit favorisée par les circonstances, l'exécution de la conversion constitue une tâche immense.

Le premier problème à résoudre est celui de la gestion matérielle de l'opération, confiée par le gouvernement à la « Post Office Savings Bank », à la Banque d'Irlande, et, principalement, à la Banque d'Angleterre.

Ce travail matériel est considérable : il porte sur plusieurs millions de titres appartenant à trois millions de porteurs ; il comporte l'envoi et la réception de toutes les formules de conversion, l'échange de titres ou l'inscription des réponses sur les registres de la dette. D'ailleurs les titres sont, pour la plus grande partie, nominatifs : sur 2.085 millions de War loan, à peine 231 millions sont au porteur.

Cependant, la célérité avec laquelle la Banque d'Angleterre sut recruter un personnel supplémentaire, la perfection avec laquelle elle accomplit sa tâche montrent que l'Institut d'émission britannique s'était préparé depuis longtemps.

Le problème le plus difficile dans l'exécution de la conversion est le contrôle par le gouvernement du marché financier, pour réprimer les réactions défavorables qui pourraient être provoquées par les porteurs désireux d'échapper aux effets de la conversion. La chose est peu commode, surtout parce que la conversion s'étend sur une durée de trois mois.

Le gouvernement a dû employer tous ses moyens d'action, et recevoir l'appui des banques et des établissements de crédit pour que le processus des opérations de conversion aboutisse finalement à un succès.

On étudiera donc successivement :

- 1° L'action du gouvernement ;
- 2° L'action des banques et établissements financiers ou industriels ;
- 3° Le processus des opérations de conversion.

Action du Gouvernement

1. La Publicité

L'un des traits particuliers de la conversion anglaise est l'immense publicité à laquelle elle a donné lieu. Alors que la conversion française, précédée d'interminables discussions, a été exécutée en six jours sans trop de bruit, la conversion anglaise, intervenue par surprise, a été l'objet d'une incroyable réclame. Une personnalité connue, le Major Général Seely fut même, officiellement, chargée d'organiser cette publicité. On peut dire que le Gouvernement anglais a lancé sa conversion comme un puissant industriel lance un nouveau produit ; il a dépensé pour ses frais de réclame 90.760 livres, soit près de 9 millions de francs.

Tous les modes de réclame possibles sont utilisés, surtout pendant le mois de Juillet, le mois du « cash bonus ». Les murs et les autobus de Londres sont couverts d'affiches portant des formules lapidaires :

« *We have converted. Have you ?* ». Nous avons converti, et vous ? ou bien « *Convert your holding. Help your*

country and help yourself ». Convertissez. Aidez votre pays et aidez-vous vous même. Le premier ministre fait un discours au cinéma parlant; chaque soir, un membre populaire du Parlement prend la parole à la T. S. F. pour inciter le public à la conversion. La presse consacre de longs articles à ce même but.

Toute cette publicité fut très adroitement conduite, car elle s'adapta remarquablement au caractère des Anglais. C'est ainsi qu'elle s'adressa surtout à l'intérêt personnel du public, comme en témoigne cette réclame occupant la page entière d'un grand journal :

« *Pourquoi vous devez convertir* :

« 1. L'ancien taux de 5 % a été un sérieux handicap
« pour des finances normales pendant les deux dernières
« années. Sa réduction à 3 $\frac{1}{2}$ % accroîtra la confiance et
« facilitera l'expansion de l'industrie ainsi que l'emploi de
« milliers de travailleurs britanniques.

« 2. Vous aidez le pays par une économie nette de 23
« millions de livres, somme qui devrait autrement être payée
« par le contribuable.

« 3. Si vous convertissez, vous aurez le placement le
« plus sûr, avec un intérêt de 3 $\frac{1}{2}$ % garanti pendant 20 ans,
« sans interruption.

« 4. Si vous ne convertissez pas vous trouverez ensuite
« de la difficulté à faire un placement aussi sûr et aussi ré-
« munérateur.

« 5. Si vous hésitez trop longtemps, vous perdez la prime de 1 %, exempté d'impôt sur le revenu. Pour l'obtenir « vous devez convertir le 31 Juillet au plus tard.

« Suivez l'exemple des Grands établissements : Banques, assurances, entreprises industrielles qui ont déjà « converti des millions de livres ».

Par contre l'idée de sacrifice ne fut pas mise en avant contrairement à ce qui s'est passé en France. Le « Statist » déclara qu'une opération économiquement incorrecte ne saurait jamais être justifiée au nom du patriotisme ». En somme, on ne demanda pas un sacrifice au rentier, on lui proposa une bonne affaire.

Cependant, on fit appel au patriotisme sous la forme particulière de l'amour-propre national, très vif en Grande-Bretagne. La presse mit en relief le fait que la conversion était de beaucoup la plus importante opération de ce genre jamais entreprise, que le crédit britannique était toujours le premier du monde. Elle insista encore sur les 15 millions de formules envoyées en quelques heures par la Banque d'Angleterre. La conversion prenait ainsi un caractère presque sportif, il s'agissait en quelque sorte de battre un nouveau record.

La publicité put créer ainsi un état d'esprit tout à fait favorable à la conversion, et de nature à décider même ceux qui n'étaient pas très convaincus de réaliser une bonne affaire.

M. Keynes analyse ainsi cet état d'esprit : « L'opinion populaire au sujet de la conversion, comme je l'interprète, est une combinaison curieuse, telle qu'elle ne pourrait exister, peut-être, que dans ce pays ; un grand désir de faire de la conversion un succès écrasant (*overwhelming*) par une action personnelle et commune; et d'un autre côté, la conviction secrète, ou du moins le soupçon, que l'ensemble de la chose est constitué par une légère dose de bluff (*a bit of bluff*) et un concours heureux de circonstances ».

La publicité a donc revêtu une importance qu'on ne saurait sous-estimer.

2. L'embargo sur les nouvelles émissions.

Le Gouvernement pouvait craindre que des entreprises ne profitassent de la conversion pour émettre des emprunts auxquels auraient pu souscrire des porteurs ayant demandé le remboursement. Aussi le gouvernement a-t-il mis l'embargo sur les nouvelles émissions. Le Chancelier a déclaré dans son discours du 30 Juin: « Je suis sûr que toute personne, qui envisageait pour le prochain avenir une émission sur le marché, s'abstiendra pendant l'exécution de cette grande opération, et que les autorités de la cité de Londres coopéreront à cette mesure nécessaire. J'ajoute que la vente des « Savings certificates » est temporairement suspendue à partir de ce soir ».

D'ailleurs aucune décision d'autorité n'intervint en cette matière. Mais le pouvoir qu'exerçait le gouvernement sur le marché de Londres, par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, était suffisant pour que cette décision fût inutile. Et l'embargo fut strictement respecté.

La mesure prise par le Gouvernement était sans doute nécessaire et même normale. Elle montre cependant comment l'Etat tire parti de ses pouvoirs pour prendre l'avantage sur ses co-contractants. Une conversion correcte laisse en principe au rentier le choix entre le remboursement et un emprunt à intérêt moins élevé ; mais, dans le cas de la conversion anglaise, la liberté de ce choix n'est-elle pas exagérément restreinte ? Les rentiers acceptèrent le nouveau War loan 3 $\frac{1}{2}$ % parce que c'est pour eux le seul placement possible. Ils ne peuvent compter exporter leurs capitaux, ou trouver sur le marché des valeurs intéressantes en nombre suffisant pour des demandes importantes. L'embargo sur les nouvelles émissions leur enlève encore un autre moyen d'échapper à la conversion. A cet égard, c'est un des moyens les plus efficaces dont dispose le gouvernement.

3. Mesures de détail.

Pendant les premiers jours de Juillet, le gouvernement fut amené à préciser quelques points de détail. Par des concessions sans grande importance, il s'appliqua à faciliter la conversion dans certains cas particuliers. Les mesures de

détail qu'il édicta furent essentiellement des faveurs fiscales ou la remise à certaines personnes du pouvoir de convertir.

Au point de vue fiscal, la prime est considérée comme revenu, elle est cependant exempte d'impôt. On a vu qu'ajoutée aux coupons de 1933, elle maintient sensiblement pour cette année le revenu net antérieur à la conversion. En outre, l'impôt perçu, pendant l'année fiscale 1933-34, sur les revenus de 1932-33, sera calculé sur $3\frac{1}{2}\%$ alors que le contribuable aura effectivement reçu 5 %. Le nouveau taux commencera, en effet, à s'appliquer au coupon payable le 1^{er} Juin 1933.

D'autres faveurs furent accordées dans des cas spéciaux : ainsi les « dealers » — personnes qui font profession d'acheter et vendre des valeurs mobilières — sont imposés sur les bénéfices réalisés au moment de la vente. Cependant, si les dealers convertissent les titres dont ils disposent au moment de la conversion, ils auront l'avantage suivant : Dans le cas où le War loan a été acheté au-dessus de 100, la conversion est considérée comme un nouveau placement et il y aura une perte déductible ; si au contraire le War loan a été acheté au-dessous de 100, la conversion est considérée comme simple continuation de l'emprunt, et il n'y a pas lieu à inscription de bénéfices.

D'autre part, l'autorisation de convertir fût donnée à certaines personnes :

Le mandataire chargé de la gestion des titres peut opérer la conversion sans qu'il ait besoin du consentement de

son mandant. Cependant, c'est ce dernier qui est toujours le bénéficiaire de la prime de 1 %.

Les personnes propriétaires de titres consignés ont le droit de convertir : elles doivent adresser une demande à l'Accountant General of the Supreme court of Judicature. Cette demande doit intervenir avant le 25 Juillet pour procurer le bénéfice de la prime, afin que l'Accountant General ait le temps de rédiger la formule de conversion en conséquence.

Enfin la conversion demeure possible jusqu'au 30 Septembre, bien qu'une demande de remboursement soit intervenue auparavant. La demande de conversion est au contraire irrévocable.

4 Contrôle par le Gouvernement d'une partie du War Loan.

C'est là une question toujours difficile à préciser. Lors de la conversion Française, il était connu que l'Etat contrôlait une grande partie des emprunts par l'intermédiaire de la Caisse d'Amortissement et surtout grâce à la Caisse des Dépôts et Consignations, chargée de gérer les fonds des Caisses d'épargne. Aucun organisme en Angleterre ne peut être comparé par son importance à la Caisse des Dépôts. Les bruits les plus divers circulèrent dans la presse anglaise sur la valeur du portefeuille détenu, ou simplement contrôlé, par le gouvernement.

Le 9 Juillet, l'Economist exprima cette opinion, d'ailleurs répandue dans toute la presse : « Heureusement, le
« Gouvernement ne dépend pas tout à fait, pour le succès
« de la conversion, de la façon plus ou moins patriotique
« dont les particuliers comprendront leur devoir à l'égard
« de la conversion. On croit que les services d'Etat contrô-
« lent environ un tiers de l'emprunt, les banques, assuran-
« ces et établissements financiers, un autre tiers. On peut
« exercer une pression morale sur ces derniers, un ordre
« suffit pour les premiers ».

Ces évaluations se révélèrent trop optimistes. Le Major Elliot, secrétaire de la Trésorerie, fut obligé d'apporter des précisions à la Chambre des Communes. Il déclara qu'on avait fort exagéré l'importance du portefeuille du Gouvernement et sa possibilité de contrôler les résultats de la conversion.

D'après les indications officiellement fournies par le Major Elliot, le Gouvernement contrôlerait seulement 36.500.000 livres. Sur cette somme, moins d'un million pourrait être converti directement par le Gouvernement. Le reste appartiendrait à des services contrôlés par l'Etat, mais dotés de l'autonomie financière : ainsi les « Charity commissioners », « l'Accountant General of the Supreme court »... Ces services doivent fournir un avis favorable pour que la conversion puisse être effectuée. Cependant, il apparaît évident que l'autorité du gouvernement vis-à-vis de ces services rend bien invraisemblable un refus de leur part.

Si l'on considère comme exact le chiffre de 36,5 millions donné officiellement par le Major Elliot, le Gouvernement ne contrôle même pas 2 % du War loan ; son action, de ce côté, est réduite à peu de chose. Il doit donc compenser l'insuffisance de son intervention directe par l'appui qu'il recevra des banques et des établissements financiers.

Action des Banques et des Etablissements Financiers

1. Les banques.

Les banques peuvent apporter au gouvernement un double appui : la conversion de leur portefeuille de War loan et l'influence qu'elles exercent sur leurs clients.

Etant donné le chiffre, relativement minime, du War loan détenu par l'Etat, il est certain que jamais la Trésorerie n'aurait entrepris la conversion si elle ne s'était pas auparavant assuré le secours des banques. Un accord — qui n'a évidemment pas été publié — est intervenu entre le gouvernement et les grandes banques. Celles-ci se sont vraisemblablement engagées à convertir leur War loan, à soutenir le marché en cas de besoin, et à servir d'intermédiaires auprès de leurs clients. En échange, l'Etat leur a promis une commission sur les conversions effectuées par leur canal.

L'appui des banques.

Tout d'abord, les banques convertirent, sinon la totalité, du moins la majeure partie de leur portefeuille. Le 7

Juillet, on annonça que les membres de la « London Bankers Clearing House » avaient converti. Cette clearing house comprend les « big five » — Lloyds, Midland, National Provincial, Barclays, Westminster banks — et quelques autres grandes banques : Glyn, Martins, National, William Deacon's. Le montant de cette conversion ne fut pas publié : on assure qu'il s'élevait à plusieurs dizaines de millions de livres.

La plupart des autres banques convertirent aussi, certaines pour des montants importants. Ainsi le Yorkshire Bank convertit 6.500.000 livres.

En outre, pendant le mois de Juillet, les banques intervinrent sur le marché pour soutenir le War loan par des achats de titres non encore convertis. Ces interventions furent faites très discrètement : on sut pourtant que la Lloyds Bank effectua à deux ou trois reprises des achats d'un million de livres.

Enfin les banques firent diligence auprès de leurs clients pour les décider à la conversion. Elles firent savoir — par lettres ou par affiches — qu'elles étaient à la disposition des porteurs pour leur fournir des renseignements et convertir leur portefeuille. En fait, elles déchargèrent ainsi la Banque d'Angleterre et la Post Office Savings Bank d'une partie de leur travail matériel, en envoyant à ces dernières les formules de conversion rédigées et classées. Il est vrai que ce zèle fut intéressé par le versement d'une commission par l'Etat.

La commission des banques

La commission des banques est de 5 shillings pour 100 livres converties (0,25 %) du 1^{er} au 31 Juillet ; de 2 shillings 6 pences pour 100 livres converties (0,125 %) du 1^{er} Août au 30 Septembre.

Cette distinction est assez mal justifiée en soi : pendant le mois de Juillet, les banques voient leur propagande facilitée par le paiement du « bonus » ; cependant elles sont rémunérées davantage qu'au cours des mois suivants, alors qu'elles provoquent les demandes de conversion les plus intéressantes pour l'Etat — qui n'a plus à payer la prime — et les plus difficiles, puisqu'il faut convaincre des hésitants. On peut penser que le Gouvernement a voulu pousser les banques à faire diligence dès les premiers jours ; d'autre part, les commissions les plus nombreuses seront probablement effectuées au cours du mois de Juillet. La commission plus élevée servie pendant ce mois doit être en fait la commission normale : Il faut dire en outre que la commission s'ajoute à la prime quand les Banques convertissent pour elles-mêmes.

Les commissions aux banques coûtèrent au Gouvernement 4.000.000 livres (360 millions de francs au change). Naturellement des protestations s'élevèrent contre les banques, accusées de tirer un profit de la conversion. Une discussion eut lieu, à ce sujet, à la Chambre des Communes. Mr Atlee, député travailliste, la provoqua.

Mr Atlee : « Les solicitors, Brokers, et banquiers, reçoivent 5 shillings par 100 livres, pour l'envoi des formules de conversion. Etant donné le fait que la conversion doit être conduite comme une mesure d'économie, est-ce que le Chancelier de l'Echiquier conseillera aux porteurs de convertir leur portefeuille directement, et de réaliser ainsi d'importantes économies sur les commissions payables par le gouvernement de sa Majesté ».

Major Elliot : « Le Chancelier de l'Echiquier est parfaitement conscient de l'importance de l'économie en cette matière comme dans d'autres. Le point important est de savoir comment entrer en contact avec une masse énorme de porteurs. Le Chancelier réalise l'aide que les banques peuvent apporter à cet égard, à la fois aux porteurs et à la Trésorerie... C'est pourquoi il n'est pas disposé à décourager les porteurs de faire usage du canal par lequel un tel travail est normalement effectué ».

Mr Atlee : « N'est-ce pas plutôt une réflexion sur le patriotisme des solicitors, brokers et banquiers. Vous suggérez qu'ils doivent avoir une rémunération spéciale cependant qu'on demande au reste du pays une diminution de ses revenus ».

Major Elliot : « Ce projet a été conçu par le précédent Chancelier de l'Echiquier, avec lequel les honorables membres de l'opposition ont été associés pendant de nombreuses années. Il a toujours été compris qu'il faut rémunérer les personnes qui rendent des services... »

En fait, si l'on considère le chiffre des conversions effectuées, et celui des commissions payées, il apparaît que les conversions demandées directement à la Banque d'Angleterre — qui est seulement remboursée de ses frais et ne reçoit pas de commission — ont été insignifiantes.

Les conséquences de la conversion pour les banques

Bien que les 4.000.000 £ de commission aient constitué un appât non négligeable, on peut admettre que les Etablissements de crédit anglais n'ont pas été conduits, seulement par cet intérêt, à aider le Gouvernement. La conversion leur a procuré d'autres avantages, peut-être plus importants.

Les grandes banques subissent peu de pertes par le fait de la conversion. Mises de bonne heure au courant des intentions de la Trésorerie, il leur fut possible de vendre du War loan dans les quelques mois qui précédèrent la conversion. Ces ventes passèrent facilement inaperçues car le War loan, dont le cours était stabilisé au-dessus du pair, était à ce moment très demandé par le public. Sans doute, est-on réduit en cette matière à de simples hypothèses. Cependant le soin, pris par presque toutes les banques, de ne pas révéler le montant de leurs conversions, est assez significatif. Un membre du Parlement posa au Major Elliot une question écrite afin de connaître le montant du War loan détenu par les grandes banques au cours des six dernières années ; le

Secrétaire de la Trésorerie répondit qu'il lui était impossible de fournir le renseignement.

D'autre part, quelques exemples montrent que les sommes converties, bien que considérables, ont été peu élevées relativement à la valeur du portefeuille détenu par les banques : L'« Economist » du 23 Juillet note que sur 31 Etablissements de crédit dont on a annoncé l'acceptation, les chiffres précis ont été publiés seulement pour 6 d'entre eux. Pour 5 de ces derniers, le total de War loan converti représente 5.300.000 £, 8,5 % à peine du portefeuille de ces banques qui s'élève d'après les derniers bilans à 65.458.000 £. Cette proportion est très faible puisque le War loan constitue environ 30 % de la dette anglaise. Or, les autres titres possédés par les banques ont été l'objet d'une hausse substantielle, par le fait de la conversion. Même si la proportion de War loan est plus forte dans d'autres établissements, on peut dire que les banques gagnent davantage en capital, grâce aux plus values réalisées sur la majeure partie de leur portefeuille, qu'elles ne perdent en intérêt sur le War loan.

En outre les banques et intermédiaires de bourse profitent de l'animation créée dans le marché par les opérations de conversion ; elle sont aussi appelées à bénéficier de l'activité que provoquera plus tard la baisse du taux d'intérêt à long terme.

En somme, par la conversion, les banques ont moins subi de pertes qu'elles n'ont retiré d'avantages.

2. *Les Compagnies d'Assurances.*

Les compagnies d'assurances ont également joué un rôle actif dans la conversion. Ces établissements sont très puissants en Angleterre : l'assurance, dans une certaine mesure, y remplace l'épargne : d'autre part, il ne s'est pas produit en cette matière, comme en France, des ingérences de l'Etat. Aussi les compagnies d'assurances gèrent-elles des fonds importants dont une partie, en France, serait gérée par la Caisse des Dépôts.

Les grands établissements d'assurances, peut-être sous la pression du gouvernement, ont converti leur War loan. Une seule compagnie, la gigantesque Prudential Assurance Company a converti 14.000.000 £, environ 1.200 millions de francs. D'autres conversions purent être citées : Le Norwich et Canada Life Cies, 2 millions de £ chacune. La London and Lancashire 1,7 million ; Les London and Manchester ; Guardian-Eagle, Phoenix... 1 million chacune.

La conversion pouvait avoir pour les assurances des conséquences fâcheuses, ainsi pour les contrats d'assurance-vie, les compagnies fixent le montant des primes d'après le taux de capitalisation des fonds qu'elles gèrent. Une augmentation des primes était à craindre.

Cependant, de même que pour les banques, le War loan entre pour une faible part dans le total du portefeuille des compagnies. D'après l'Economist, 12 compagnies possédant un portefeuille de 263.720.000 £ (24 milliards de francs)

auraient converti 19.864.000 £, à peine 7.5 % du portefeuille. Ici encore, la perte en intérêt sur le War loan est compensée par le gain en capital sur les autres valeurs mobilières.

3. *Entreprises industrielles et commerciales.*

Ces entreprises, dont le capital est constitué surtout par des usines, immeubles ou marchandises, possèdent parfois un portefeuille important. Ainsi certaines entreprises de métallurgie, de transports, de pétrole : à côté d'elles on peut citer les « building societies », qui émettent de grands emprunts dans le public, et disposent de ressources considérables, pour construire des milliers de « cottages ». Voici quelques conversions à titre d'exemples :

Birmingham incorporated Building Society.	1.250.000 £
Abbey road building society.	1.000.000
Anglo Persian Oil	2.200.000
Shell Transport	1.000.000
Underground	1.050.000

Les sociétés industrielles, surprises peut-être par la conversion, ont un portefeuille de valeurs dans lequel la proportion de War loan est plus grande que pour les établissements financiers. D'après l'Economist, l'étude de 27 entreprises diverses révèle que le War loan converti s'élève à 35 % du portefeuille total.

Par contre, grâce à la conversion, les sociétés industrielles pourront se procurer des ressources à meilleur compte, ou convertir elles-mêmes les emprunts déjà émis.

III

Le Processus des Opérations de Conversion

Etant données ses modalités, les conditions dans lesquelles elle a été mise en œuvre, les forces qui ont agi en sa faveur — quelles réactions la conversion devait-elle provoquer sur le marché financier ?

La première semaine donna lieu à des impressions tout à fait contradictoires : d'une part toute la presse annonça immédiatement que la conversion était accueillie avec enthousiasme ; d'autre part, le marché financier réagit mal, et le gouvernement éprouva une certaine difficulté à le contrôler.

En effet, la Trésorerie put exercer une pression sur les grands établissements dont elle connaissait les avoirs puisque la presque totalité des titres était au nominatif. Ces établissements cherchèrent à se concilier les bonnes grâces du gouvernement d'autant plus que les pertes qu'ils subissaient n'étaient pas, on l'a vu, très sérieuses. On tira parti de quelques conversations importantes pour affirmer immédiatement le succès.

Par contre, de nombreux particuliers porteurs de War loan, et principalement les petits et moyens porteurs très affectés par la diminution de leur revenu, cherchèrent à vendre leurs titres sur le marché. Aussi bien, ils pouvaient acheter de bonnes valeurs rapportant plus de $3\frac{1}{2}\%$ et échapper ainsi aux effets de la conversion.

Or, ces vendeurs trouvèrent comme contre-parties des acheteurs qui considérèrent le War loan comme valeur à court terme. Pour ces acheteurs, le War loan 5% , payé aux environs de 101, et remboursé à 100 le 1^{er} Décembre avec le coupon d'un semestre à 5% , était un excellent placement à cinq mois qui rapportait un intérêt supérieur à $3\frac{1}{2}\%$.

Ces deux tendances, qui se combinaient ainsi, ne manquèrent pas de déconcerter le gouvernement. En même temps la faiblesse de la livre sur le marché des changes révélait des évasions de capitaux vers l'étranger.

Les cours du Stock Exchange, pendant les premiers jours de Juillet, subirent l'effet de ces diverses tendances :

A l'ouverture des cours le 1^{er} Juillet, on tint compte de la situation nouvelle créée par la conversion : les titres d'Etat, autres que le War loan, furent cotés 3 ou 4 points au-dessus de leur cours du 30 Juin. Le Conversion loan $3\frac{1}{2}\%$ débuta à 98 : c'était là presque le pair, si l'on admettait que le Conversion loan, soumis à la perception de l'income tax à la source, devait être coté légèrement au-dessous du nouveau War loan. Cependant, pour les raisons qui viennent d'être indiquées, une baisse se produisit, et vint accen-

tuer de façon inopportune l'anomalie qui consistait à convertir à $3\frac{1}{2}\%$ alors que les autres valeurs d'Etat rapportaient davantage.

*Cours des valeurs d'Etat
pendant les premiers jours de Juillet*

	30 Juin	1 ^{er} Juillet	2 Juillet	4 Juillet	5 Juillet
War loan 5 %	101 13/16	101 3/8	101 1/4	101 1/6	101 1/16
Change (pair 124.21)	91 1/2	90 5/8	90 5/8	90 3/8	90 1/8
Conversion loan $3\frac{1}{2}\%$	93 3/4	98	97 1/2	97 1/2	97
Consols $2\frac{1}{2}\%$	66 3/4	70 1/2	70 1/4	70	69 3/4

De quels moyens disposait le gouvernement pour enrayer ces tendances fâcheuses qui risquaient de compromettre le succès de la conversion ?

Pour les achats de War loan comme valeur à court terme, le danger n'était pas si grand, qu'on l'avait cru tout d'abord ; la possibilité, pour un marché, d'absorber des capitaux remboursables à une même date, le 1^{er} Décembre, est forcément limitée. D'autre part, la Trésorerie avisa officiellement les banques qu'elle désapprouvait cette pratique ; son autorité se révéla suffisante pour que les achats de War loan non converti subissent un ralentissement très net.

D'un autre côté, les ventes de War loan et des autres valeurs d'Etat avaient pour but l'achat d'autres valeurs plus rémunératrices ; or ces valeurs subirent une hausse qui les

rendit de moins en moins intéressantes. Ce mouvement à la hausse s'appliqua d'abord aux bonnes valeurs à revenu fixe ; mais ces valeurs étaient déjà assez rares sur le marché surtout celles portant un intérêt encore élevé ; et l'embargo sur les nouvelles émissions rendait impossible toute extension de ce compartiment. Le mouvement se communiqua aussi aux titres industriels à revenu variable. On peut citer quelques exemples de ces variations de cours.

Valeurs à revenu fixe (prior charges)

	30 Juin	6 Juillet
Victoria 5 %.....	86 1/2	100
New Zealand 5 %.....	98	106
Buenos Ayres Great Southern 4 %	57	69

Valeurs à revenu variable (industrial shares)

Portland Cement.	22 1/4	23	26
Imperial Chemical	14 3	14,9	16,9
Woolworth	50,6	51,9	56
Babcock and Wilcox	36,6	42,6	45

Une réaction était cependant inévitable : tout d'abord, les conditions économiques n'étant pas modifiées, la hausse exagérée de certaines valeurs industrielles devait, le premier enthousiasme passé, faire place à un recul. D'autre part, les variations de cours, si elles avaient été provoquées par les réactions des porteurs de War loan, avaient été aussi accen-

tuées par l'action des spéculateurs ; ceux-ci, en liquidant leurs positions pour réaliser leurs bénéfices, devaient créer des mouvements en sens inverse.

Cette réaction se produisit dès le 6 Juillet, et s'accrut quand le succès de la conversion apparut probable. Les valeurs industrielles subirent une légère baisse, cependant que les titres d'Etat montèrent de façon continue. Le 12 Juillet, la Conversion loan atteignit 99, le War loan déjà converti fut coté à 100. Les conditions techniques normales de la conversion étaient maintenant réalisées ; le gouvernement avait atteint son but. A ce moment, la Trésorerie avait repris le contrôle du marché. Par ailleurs, la livre sterling apparut beaucoup mieux soutenue.

	5 J.	6	7	8	9	11	12
War loan 5 % non converti	101 1/16	101	101 1/16	101 1/16	101 1/8	101 1/8	101 1/8
War loan converti	99 1/4	100	100	100	100 1/8	100 1/8	100
Conversion loan 3 1/2 %	97	97 1/2	98 1/4	98 5/8	98 3/4	98 3/4	99
Consols 2 1/2 %	69 3/4	70	71 1/4	72 1/2	72 7/8	72 7/8	72 7/8
Change	90 1/8	90 5/16	90 11/16	90 13/16	91	90 5/8	90 3/8

A partir du 12 Juillet, les cours se stabilisèrent pour marquer une nouvelle hausse le 25 du même mois. A cette date la Conversion loan 3 1/2 % dépassa 100, ainsi que le War loan converti. Les titres non convertis furent cotés 102. Les porteurs n'avaient donc plus aucun intérêt à demander le remboursement ; il leur était davantage profitable, au lieu de toucher 100 le 1^{er} décembre de vendre à 102 sur le marché de la Trésorerie et les Banques pouvaient in-

tervenir. Aussi les conversions furent-elles actives dans les derniers jours de Juillet. A la fin de ce mois, la plus grande partie du War loan était déjà convertie.

Pendant les deux mois suivants, les opérations se ralentirent. Soit en raison de l'absence du « bonus », soit parce que la Trésorerie, assurée du succès, jugea moins nécessaire de soutenir les cours, le War loan converti baisse à $98 \frac{1}{2}$ dès le 8 août. Une hausse intervint cependant dans les derniers jours de la conversion qui porta à nouveau le titre au-dessus du pair. D'ailleurs, les conversions opérées pendant les mois d'Août et Septembre furent sans importance. Le Gouvernement pensa que les porteurs qui voudraient convertir bien que n'ayant plus droit à la prime, ne feraient aucune demande et seraient considérés d'office comme acceptants. En fait, les réponses reçues pendant cette période furent surtout des demandes de remboursement.

Ainsi, les opérations de conversion ont correspondu aux prévisions de la Trésorerie. La presse a parlé d'un triomphe financier sans précédent. Cet enthousiasme était peut-être exagéré ; mais il est certain que la conversion anglaise a été une opération remarquable à la fois par son taux, inférieur à celui du marché — et par ses résultats, tels qu'ils apparaissent dans les chiffres.

QUATRIEME PARTIE

Les Résultats de la Conversion

I

Le Montant du War Loan Converti

Malgré les mauvaises réactions du début, les résultats du mois de Juillet dépassèrent les prévisions les plus optimistes.

Résultats au 31 Juillet.

— War loan converti — 1.850 millions de livres, soit 88,5 % du montant de l'emprunt.

— Demandé au remboursement : 48 millions de livres, soit 2 $\frac{1}{2}$ % du War loan.

— En suspens : 187 millions de livres, soit à peine 9 %. Or, deux mois encore restaient à courir, et il était vraisem-

blable que plusieurs millions seraient convertis par défaut. Le succès dès lors était assuré ; et il était permis de penser que le total des remboursements n'atteindrait qu'un chiffre dérisoire.

La publication de ces résultats provoqua un enthousiasme considérable. On lit dans l'Economist : « Le résultat
« de l'opération de Conversion, que la Trésorerie a an-
« noncé dans la nuit de Lundi, est plus qu'un succès ; c'est
« un triomphe pour le gouvernement et pour la nation ; il
« apporte la justification de l'audace des gouvernants, et
« donne encore une nouvelle preuve de bonne volonté du
« peuple britannique quand l'intérêt de la nation dans son
« ensemble la réclame impérieusement. Au point de vue du
« public, le résultat est un nouveau chapitre dans l'histoire
« de la coopération nationale qui a commencé par le succès
« du Ministère d'Union Nationale et le paiement ponctuel
« de lourds impôts... Confondus sont les prétendus sages
« qui craignaient qu'en choisissant un taux de $3 \frac{1}{2} \%$ —
« rapport inférieur à celui des titres gouvernementaux au
« moment de l'annonce de la conversion, le gouvernement
« courait à un échec certain... Certainement le montant à
« rembourser sera relativement si minime que la Trésorerie
« pourra facilement y faire face par une émission faite à
« bas prix. Et la crainte ressentie, surtout dans les milieux
« étrangers, de voir le Trésor s'engager dans l'inflation,
« sera définitivement apaisée. Le prestige du crédit britan-
« nique a été rehaussé, et une indication a été donnée aux
« autres budgets chargés de dettes, d'agir et de faire pareil ».

Cependant, dès que la prime en numéraire ne fut plus applicable, les demandes de conversion devinrent beaucoup moins nombreuses, cependant que celles de remboursement s'accéléraient :

Situation au 15 Septembre 1932

Converti	1.885 millions £ + 35 depuis le 1 ^{er} Août
A rembourser	88 millions + 40
En suspens	112 millions

Le mouvement s'accéléra encore dans les 15 derniers jours de la conversion :

Les Résultats définitifs

Converti	1.920 millions, soit 92 % du War loan
Remboursé	165 millions, soit 8 %

Ces résultats étaient excellents, mais ne correspondaient pas aux espérances fondées après les conversions du mois de Juillet. Aussi causèrent-ils un désappointement dans la Cité, où chacun était persuadé que les remboursements atteindraient au plus 100 millions.

Pendant les mois d'Août et Septembre, à peine 3,50 % du War Loan avait été converti, les conversions par défaut comprises. Celles-ci, contrairement aux prévisions, étaient insignifiantes. Or, les réponses qui furent envoyées dans les derniers jours furent les demandes de remboursement

des porteurs qui avaient tenu, avant de prendre leur décision, à profiter du délai de 3 mois qui leur avait été accordé.

Les échéances de la Trésorerie après la conversion.

Ainsi au 1^{er} Décembre 1932, le Gouvernement avait à rembourser 165.000.000 £ de War Loan non converti. En outre il avait à faire face aux échéances suivantes.

Au 1^{er} Décembre 1932 :

140 millions de bons du Trésor 4 $\frac{1}{2}$ % plus le remboursement de

12,8 millions de War Loan 4 $\frac{1}{2}$ % 1925-45.

Au 1^{er} Février 1933 :

114 millions de bons du Trésor 5 %.

14 millions de bons du Trésor 4 $\frac{1}{2}$ %.

En même temps qu'il empruntait pour faire face aux demandes de remboursement du War Loan, le gouvernement profitait de la baisse du taux de l'intérêt à long terme pour remplacer les bons du trésor venant à échéance par des émissions nouvelles à bas intérêt.

Les Emprunts de Conversion

1) Le 11 Octobre, le gouvernement fait une émission de 150 millions de livres en *bons du Trésor* 2 %, remboursables de 1935 à 1938. Le succès est complet, la liste des souscriptions est couverte 3 heures après son ouverture. Le taux de 2 % paraît très bas pour une émission de ce genre. Cependant, au mois de Juillet des Treasury bills ont trouvé des acheteurs à 0,55 %. Il y a donc toujours sur le marché une surabondance de capitaux qui ne trouvent pas d'emploi productif.

2) Dans les premiers jours de Novembre, la Trésorerie réussit une nouvelle émission, celle-là à long terme, le *Conversion loan* 3 %, remboursable de 1948 à 1953.

Le prix d'émission est 97 $\frac{1}{2}$, payables : 5 à la souscription, 52 $\frac{1}{2}$ au 1^{er} Décembre et 40 au 1^{er} Février 1933. Le montant est fixé à 300 millions de livres, émis par la Banque d'Angleterre ; les intérêts sont soumis à la retenue de l'income tax à la source, exception faite quand ils sont inférieurs à 5 £.

En addition à cette émission, la Post Office Savings Bank est autorisée à recevoir des souscriptions, d'un mon-

tant limité, et qui devront être immédiatement libérées en entier ; ces souscriptions bénéficieront de l'absence de déduction d'impôt à la source.

Le succès de l'émission du Conversion loan 3 % a fourni la première justification de la conversion anglaise : malgré son prix d'émission et la prime de remboursement de 2,5 %, le taux d'intérêt réel de cet emprunt demeure légèrement inférieur à $3 \frac{1}{2}$ % ; en outre, le régime fiscal est plus rigoureux.

La Trésorerie réalise ainsi, pour la seconde fois, une opération remarquable : après avoir converti à un taux inférieur à celui du marché, elle fait face aux demandes de remboursement par un emprunt dont le taux est encore inférieur à celui de la conversion.

III

Les Conséquences financières de la conversion

1. Conséquences pour le Budget.

Les modifications, apportées par les opérations précédentes dans la composition et dans la charge annuelle de la dette publique, apparaissent dans les deux tableaux suivants :

Situation au 30 Juin 1932

	Montant (en 1000 £)	Date de remboursement	Taux	Charge annuelle
War loan	2.084.994	1929-47	5	104.250
War loan $4\frac{1}{2}\%$	12.804	1925-45	$4\frac{1}{2}$	576
Treasury bonds	140.313	1932-34	$4\frac{1}{2}$	6.314
Treasury bonds	14.076	1933	$4\frac{1}{2}$	633
Treasury bonds	114.608	1933	5	5.730
Total	1.366.795			117.504

Situation au 1^{er} Février 1933

	Montant	Date de remboursement	Taux	Charge annuelle
War loan	1.920.000	1952	3 ½	67.200
Treasury bonds	150.000	1935-38	2	3.000
Conversion loan	300.000	1948-53	3	9.000
Total	2.370.000			79.200

Le capital de la dette reste donc sensiblement le même. La charge annuelle est diminuée de 38 millions de livres. En tenant compte de la diminution du rendement de l'impôt sur le revenu, le budget britannique est allégé d'environ 30 millions de livres, soit au change 2.700 millions de francs.

Il faut toutefois ajouter que le contribuable britannique ne pourra bénéficier immédiatement de l'économie réalisée, en raison des frais considérables de la conversion du War loan. La critique la plus sérieuse à laquelle peut donner lieu la conversion anglaise est peut-être son coût élevé.

Cash bonus	19.000.000 £
Commissions	4.000.000
Personnel supplémentaire publicité, frais de poste, .	600.000
Total—	23.600.000 £

Cet ensemble de dépenses en 1932 absorbe presque entièrement l'économie prévue pour l'année suivante. Les résultats de la conversion doivent donc être reportés à l'année 1934. La Trésorerie Britannique n'a pas hésité à engager une dépense importante pour assurer le succès d'une opération susceptible de rendre plus facile l'équilibre des budgets futurs.

2. Conséquences pour le marché financier. Maintien d'un embargo partiel sur les émissions nouvelles.

Il eût été logique, après le succès de l'emprunt de Novembre, que la Trésorerie considérât les opérations de conversion comme terminées, et qu'il rendit sa liberté au marché financier. Or un embargo partiel, ou plus exactement un contrôle exercé par la Trésorerie, succéda à l'embargo total des mois précédents pour être toujours maintenu un an après la conversion. Cette fois encore, le Gouvernement sauvegarda les principes ; les mesures prises ne furent pas imposées, mais seulement proposées sous forme de « requête » de la Trésorerie aux dirigeants du Stock Exchange.

Ces mesures furent les suivantes :

1. Interdiction des émissions étrangères.

2. Interdiction d'émissions en remplacement de titres existants : impossibilité pour les sociétés de convertir elles-mêmes.

3. Toute émission suppose un accord préalable avec la Banque d'Angleterre.

Ces restrictions furent l'objet de violentes critiques ; le Chancelier de l'Echiquier eut maintes fois à répondre aux membres du Parlement qui en demandaient la disparition. Il paraissait difficile d'admettre que les entreprises industrielles ne pussent profiter librement de la baisse du loyer de l'argent. On trouve dans « l'Economist » un exemple des réactions provoquées par la politique de la Trésorerie.

« Le maintien de cet embargo partiel est si mal conçu et si ridicule qu'il donne une teinte de vérité aux soupçons d'après lesquels la Trésorerie a des doutes sur la possibilité pour le marché des titres d'Etat de se maintenir à une base de $3\frac{1}{2}\%$, si le rétablissement de la liberté complète conduit les capitalistes à abandonner en masse les titres du gouvernement pour des titres de sociétés ayant fait leurs preuves... La sollicitude du gouvernement pour les porteurs de ses titres est, à notre avis, une erreur ».

Sans doute, la raison principale de l'attitude de la Trésorerie était le souci de défendre les rentiers qui venaient d'accepter la conversion : l'obligation d'un accord préalable avec la Banque d'Angleterre permettait un échelonnement des émissions et évitait la congestion du marché. Des émissions importantes et simultanées auraient eu pour effet la hausse des taux d'intérêt, et la baisse des fonds d'Etat. Des emprunts de conversion étaient particulièrement à craindre ; leur interdiction s'expliquait donc, mais

c'était la mesure la plus discutable puisqu'elle frappait les sociétés bénéficiant du meilleur crédit — qui seules auraient pu tirer profit des conditions nouvelles.

D'un autre côté, l'opinion a été émise que la Trésorerie, par le contrôle des émissions, désirait faciliter les emprunts de ses Dominions et de ses Colonies ; ce serait une des premières manifestations de l'entraide promise à la Conférence d'Ottawa. Il est difficile d'apprécier dans quelle mesure la Trésorerie a voulu favoriser les possessions britanniques. En fait des emprunts furent émis par les Dominions, principalement par l'Australie.

Quant à l'interdiction des émissions étrangères si elle a aussi pour effet d'éviter la congestion du marché, elle correspond surtout à un autre but. On a vu le décalage important qui sépare Londres des autres marchés pour les taux d'intérêt à long terme. Il était normal que les emprunteurs eussent le désir de profiter des taux de Londres de beaucoup les moins élevés. Or, la conséquence d'exportation de capitaux par suite de prêts à l'étranger eût été la baisse de la livre sterling.

Le contrôle des émissions permettait ainsi de limiter les sorties de capitaux et doublait l'action du Compte de Régularisation des Changes.

A cet égard, le contrôle du marché financier n'a pas été une conséquence de la conversion ; celle-ci n'a été que l'occasion de mesures dont le maintien a été commandé par les circonstances économiques et la chute de la livre

sterling. D'ailleurs ce contrôle a été utilisé de manière très souple par le gouvernement britannique ; les mesures d'interdiction ont fait l'objet d'exceptions nombreuses ; leur suppression sera opérée dès qu'elle pourra avoir lieu sans inconvénients.

CONCLUSION

Aussi remarquable qu'elle soit en elle-même, la conversion des emprunts de guerre anglais prend toute sa valeur si on l'envisage comme une étape dans la suite des opérations financières réalisées depuis la guerre par le gouvernement britannique. L'importance et le retentissement de la conversion du War loan ne doivent pas faire oublier les multiples opérations de moindre envergure qui l'ont précédée et suivie. L'Angleterre a pratiqué la conversion comme un procédé financier courant ; si elle a pu agir ainsi, c'est qu'elle a sauvegardé son crédit par le souci constant d'amortir sa dette, et surtout par le maintien de l'équilibre budgétaire malgré les difficultés du moment.

Dans les conditions actuelles le succès d'une tentative unique de conversion n'a pas de signification précise. Un gouvernement, grâce aux moyens dont il dispose, grâce à l'appui des établissements financiers, peut utiliser -- et dans une certaine mesure déterminer -- un concours de circonstances favorables. Il est toujours possible de discuter sur la façon dont les mouvements des cours ont été provoqués, sur la pression directe ou indirecte exercée sur les porteurs. Aussi ne faut-il attacher qu'un intérêt limité aux résultats techniques, aux pourcentages d'acceptation et de

refus. La conversion Française a été, au fond, un échec puisque la dépréciation subie immédiatement par les titres convertis a révélé que le taux de $4\frac{1}{2}\%$ ne correspondait pas au crédit de l'Etat Français. Les porteurs ont eu le sentiment d'avoir été injustement lésés.

Une conversion peut être considérée comme une réussite seulement lorsqu'elle consacre le relèvement du crédit d'un pays, lorsqu'elle est l'aboutissement non d'une situation passagère, mais d'une politique financière rigoureuse. Le succès n'apparaît que plus tard dans la stabilité de l'emprunt converti. Or, en Juin 1933, le War loan $3\frac{1}{2}\%$ oscille aux environs du pair. Les porteurs n'ont subi aucune perte en capital ; la réduction de leur revenu apparaît ainsi justifiée.

En 1933, l'Angleterre est donc le pays qui bénéficie à nouveau du meilleur crédit. Si l'on tient compte du fait que le gouvernement anglais a repris la première place quelques mois à peine après la chute de sa monnaie : on ne peut que le louer pour la manière dont il a su, en matière de finances publiques, maintenir les bonnes traditions.

Vu : le Président,
WILLIAM OUALID.

Vu : le Doyen,
EDGARD ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

The Economist.

The Statist.

The Times.

The Economical journal.

The Bankers magazine.

Parliamentary debates. House of Commons.

E. L. HARGREAVES. — *The National Debt.*, 1926.

MALLET and GEORGE. — *British budgets 1921-1933.*

Gaston JÈZE. — *Technique du Crédit Public ; les emprunts de guerre anglais.*

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION

Les Emprunts de guerre anglais.....	9
La politique suivie après 1918 en matière de dette publique	15

PREMIERE PARTIE

LA CONVERSION DU WAR LOAN EN 1932

Les circonstances qui l'ont précédée.....	27
Ses modalités. — Ses caractères.....	39

DEUXIEME PARTIE

CONDITIONS GÉNÉRALES DE LA CONVERSION

L'opinion britannique	51
Le marché financier	55
La situation économique	63
La situation budgétaire	67
La position de la livre sterling.....	75

TROISIEME PARTIE

L'EXÉCUTION DE LA CONVERSION

L'action du gouvernement	85
L'action des banques et des Etablissements financiers	95
Le processus des opérations de conversion.....	105

QUATRIEME PARTIE

<i>LES RÉSULTATS DE LA CONVERSION</i>	111
Le montant du War Loan converti.....	111
Les emprunts de conversion	115
Conséquences financières	117
CONCLUSION	123

